

Recomendações de Analistas: Impacto na Tomada de Decisão dos Fundos de Investimento Afiliados e no Mercado

VERSÃO FINAL APÓS DEFESA

Pedro Nuno Cunha Craveiro

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Gestão
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Prof. Doutor Pedro Miguel Ramos Marques da Silva

16 de dezembro de 2021

Agradecimentos

Agradeço muito a Deus cada dia de Vida.

Agradeço muito ao meu prezado Orientador, Professor Doutor Pedro Silva. Literalmente, um Senhor Professor. Genial. Sublime.

Agradeço muito à minha amada Rita Bouceiro Mendes por me ter incentivado a ingressar neste Mestrado, bem como todo o apoio proporcionado ao longo do percurso.

Agradeço muito à minha Mãe (não só pelo seu exemplo como Mãe, mas também enquanto corajosa empreendedora), ao meu Pai, aos meus Irmãos [Ana e Rubinho (destacando de ambos as palavras cirúrgicas em momentos de menor entusiasmo)], à minha Avó Filomena (pelo seu encorajamento constante) e à D^a Odete Bouceiro Mendes todo o suporte durante esta caminhada.

Agradeço muito a todos os restantes familiares e amigos que complementam os meus dias.

Agradeço muito a todos os docentes e colegas, que no decorrer do presente Mestrado verdadeiramente enriqueceram o meu currículo.

Agradeço muito à *minha* empresa (Alberto Carvalho & Filhos) por ter valorizado o meu ingresso neste Mestrado, flexibilizando o meu horário sempre que tal foi necessário.

Agradeço muito à Universidade da Beira Interior pela oportunidade de voltar a #EstudarComOsMelhores!

Resumo

Na presente investigação pretendeu-se analisar o impacto das recomendações de ações, abordando especificamente a influência das recomendações na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados aos grupos financeiros aos quais pertencem os analistas, bem como, de um modo global, avaliar qual a repercussão das recomendações no mercado acionista.

Foram considerados os Fundos de Investimento do BPI, do Grupo Caixa e do Grupo Santander. Apesar de se terem obtido alguns resultados interessantes, que apontariam para alguma coerência entre o sentido da recomendação e a tomada de decisão posterior do Fundo de Investimento (em especial no caso do BPI) concluiu-se que não há diferenças com significado estatístico na forma como os Fundos afiliados reagem a recomendações de Compra quando comparada com a reação a recomendações de Venda.

No que concerne à análise do impacto das recomendações sobre o mercado acionista, aplicou-se um estudo de eventos, cuja janela compreende 16 dias (período compreendido entre cinco dias antes da recomendação até dez dias após a mesma). Tendo como benchmark o PSI-20, foi calculada a Rendibilidade Anormal e a Rendibilidade Anormal Acumulada de um total de 27 títulos. Os resultados obtidos permitem inferir que as recomendações têm impacto no mercado a curto prazo (principalmente no dia em que a recomendação é emitida).

Palavras-chave

Recomendações de analistas; Recomendações de investimento; Impacto das recomendações; Fundos de Investimento

Abstract

The goal of this work was to analyse the impact of stock recommendations in the decision-making of the Mutual Funds associated with the financial groups to which the analysts belong and also their overall influence on the stock market.

Santander, Caixa Group and BPI Investment Funds were considered. Although there were some interesting results, which would point to some coherence between the recommendation and the affiliated Mutual Fund subsequent decision (especially in the case of BPI) overall, no significant statistical differences were found in the Fund's reaction to buy recommendations versus sell recommendations.

Regarding the evaluation of the impact of the recommendation on the stock market, an event study was applied, including 16 days (from five days before to ten days after the recommendations). Using the PSI-20 as a benchmark, the abnormal return and the cumulative abnormal return of a total of 27 securities were calculated. The results show that the recommendations have a short-term impact on the market (mainly on the day that recommendation is made).

Keywords

Analyst recommendations; Investment recommendations; Impact of recommendations; Mutual Funds

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura.....	3
2.1. Enquadramento da atividade dos analistas.....	3
2.1.1. Analistas <i>Buy-Side</i> vs Analistas <i>Sell-Side</i>	5
2.1.2. Tipo de Recomendações	6
2.1.3. Conflitos de interesses	7
2.1.4. Regulamentação	9
2.2. Utilidade e Impacto das Recomendações de Analistas	10
3. Dados e Metodologia	16
3.1. Dados.....	16
3.1.1. Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados (Estudo I)	18
3.1.2. Impacto das RA no Mercado (Estudo II).....	21
3.2. Metodologia	22
3.2.1. Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados (Estudo I).....	22
3.2.2. Impacto das RA no Mercado (Estudo II)	23
4. Resultados.....	25
4.1. Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados (Estudo I)	25
4.2. Impacto das RA no Mercado (Estudo II)	35
5. Discussão e Conclusões.....	44
Bibliografia	48
Anexos.....	52

Índice de Figuras

Figura 1. Página de compilação de Recomendações Banco Carregosa	16
Figura 2. Desdobramento do tipo de recomendação (totalidade das RA)	17
Figura 3. Desdobramento do tipo de RA da base de dados do Estudo I	20
Figura 4. Determinação do peso relativo de cada ação na composição de um FI	22
Figura 5. Valores médios anuais de percentagem de resposta coerente / parcialmente coerente do FI (Estudo I)	28
Figura 6. Rendibilidade Anormal Acumulada (N-1 a N+10)	43

Índice de Tabelas

Tabela 1. Recomendações emitidas por entidade bancária	19
Tabela 2. Desdobramento de recomendações por ação.....	20
Tabela 3. Desdobramento do tipo de RA	25
Tabela 4. Coerência da tomada de decisão do FI, em número absoluto e porcentagem, por entidade bancária	26
Tabela 5. Coerência da tomada de decisão do FI (sem distinção de banco), por ano civil	26
Tabela 6. Coerência da tomada de decisão do FI Grupo Caixa, por ano civil	27
Tabela 7. Coerência da tomada de decisão do FI BPI, por ano civil	27
Tabela 8. Coerência da tomada de decisão do FI Grupo Santander, por ano civil	27
Tabela 9. Coerência do comportamento do FI afiliado, por Analista	29
Tabela 10. Variação média de peso relativo de ação no FI BPI	30
Tabela 11. Variação média de peso relativo de ação no FI Grupo Caixa	30
Tabela 12. Variação média de peso relativo de ação no FI Grupo Santander	30
Tabela 13. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação sem distinção de FI	31
Tabela 14. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação no FI BPI	31
Tabela 15. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação no FI Grupo Caixa	32
Tabela 16. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação no FI Grupo Santander	32
Tabela 17. Variação média subsequente do peso relativo das ações no FI por tipo de recomendação	33

Tabela 18. Número de observações e médias de variação de peso relativo (em percentagem)	33
Tabela 19. Variação média do peso relativo das ações nos FI após RA <i>Sell / Strong Sell</i> e <i>Buy / Strong Buy</i>	34
Tabela 20. Teste à diferença entre as variações médias após recomendações <i>Buy / Strong Buy</i> e <i>Sell / Strong Sell</i>	34
Tabela 21. Frequência absoluta e relativa de RA que consubstanciaram <i>Downgrades</i> e <i>Upgrades</i> por ação	35
Tabela 22. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após <i>Upgrade</i> pelos analistas	36
Tabela 23. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após <i>Downgrade</i> pelos analistas	37
Tabela 24. Diferença entre Rendibilidades Anormais após <i>Upgrade</i> e <i>Downgrade</i> .	38
Tabela 25. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após <i>Upgrade</i> pelos analistas (instituições nacionais)	39
Tabela 26. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após <i>Downgrade</i> pelos analistas (instituições nacionais)	40
Tabela 27. Diferença entre as Rendibilidades Anormais após <i>Upgrade</i> e <i>Downgrade</i> (instituições nacionais)	41
Tabela 28. CAR na sequência de <i>Upgrades</i>	42
Tabela 29. CAR na sequência de <i>Downgrades</i>	43

Lista de Acrónimos

AR	Rendibilidade Anormal (<i>Abnormal Return</i>)
BPI	Banco Português de Investimento
CAR	Rendibilidade Anormal Acumulada (<i>Cumulative Abnormal Return</i>)
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
FI	Fundos de Investimento
Reg FD	<i>Regulation Fair Disclosure</i>
RA	Recomendações de Analistas
SEC	<i>Securities and Exchange Commission (EUA)</i>

1. Introdução

Os analistas de ações são um dos intervenientes no mercado de capitais, elaborando relatórios sobre ações e emitindo recomendações de investimento. Estes analistas reúnem e avaliam informações provenientes de fontes públicas e privadas, geram previsões sobre resultados e perspectivas futuras das empresas, emitindo recomendações que fomentam a compra ou a venda dos respetivos títulos (Cheng et al., 2006). Barniv et al. (2009) referem que os analistas utilizam previsões de ganhos para derivar estimativas intrínsecas de valor e quando tais estimativas se encontram acima do preço atual das ações, os analistas emitem uma recomendação de Compra. Ao invés, caso se encontrem abaixo, é expectável que seja emitida uma recomendação de Venda. Jegadeesh et al. (2004) são bastante pragmáticos ao referir que um analista, ao emitir uma recomendação, expressa explicitamente a sua expectativa em relação à performance a curto prazo de uma dada empresa. Intrinsecamente, uma alteração de sentido de recomendação de analista sinaliza que determinado preço de ação não está ajustado (Walker & Hatfieldo, 1996; Womack, 1996).

As Recomendações de Analistas (RA) constituem um elemento extremamente dinâmico e ativo no campo do mercado de capitais. Tal realidade é global, não constituindo o nosso país exceção a esse nível. De um modo geral, as RA contêm informação valiosa para os investidores, tendo um efeito imediato no preço da ação (Premti et al., 2017; Xia & Qiang, 2006). Boni & Womack (2006) referem que a investigação académica tem creditado algum valor a estes analistas e às suas recomendações uma vez que estes tendem a tornar-se especialistas em determinados sectores de atividade. Andersson (2004), na sua revisão sobre a performance dos especialistas financeiros, concluiu que as recomendações emitidas raramente geram rendibilidades altas embora reconheça que a performance parece ser superior ao que se conseguiria investindo em títulos aleatoriamente. Ainda no que diz respeito ao valor das RA, Jegadeesh et al. (2004) sugerem que em determinadas circunstâncias pode ser prejudicial seguir as recomendações dos analistas, sendo evidente que as opiniões emitidas pelos analistas têm influência no sentimento público, contribuindo assim para o ruído que envolve a atmosfera do mercado. De qualquer modo é relevante sublinhar que, segundo Shen & Chih (2009), os investidores têm vindo a perder confiança na integridade dos analistas, uma vez que aumentou a perceção de que a imparcialidade das recomendações se foi perdendo. Segundo Barniv et al. (2009) e Bradshaw (2004), tem-se constatado que, frequentemente, os analistas não praticam (isto é, não recomendam) o que apregoam (preveem), o que indubitavelmente representa um acréscimo de interesse para o estudo da temática. Aliás, Firth et al. (2013) sublinham que

grande parte da pesquisa académica nesta área se tem focado nas relações comerciais entre a banca de investimento e as empresas analisadas, bem como a influência destas relações no otimismo dos analistas. Em qualquer caso, ao analisar as RA é imperativo ter em conta que, tal como alega Alves (2007), a avaliação de ações não deve ser considerada uma atividade científica exata tendo em conta que é feita por e para humanos, o que por si só remete invariavelmente para alguma subjetividade, sendo que os pressupostos utilizados não raras vezes são alvo de feroz contestação.

Apesar da extensa literatura existente sobre a atividade dos analistas financeiros, continuam a detetar-se lacunas. Por exemplo, é escassa a investigação sobre os modelos de avaliação utilizados pelos analistas (que sustentam as suas previsões de performance) (Barniv et al., 2009). Enquanto que nos Estados Unidos da América (EUA) se tem extensamente estudado o valor das RA, nos restantes países este tema tem recebido pouca atenção por parte dos investigadores (Jegadeesh & Kim, 2006), sendo importante aprofundar tal lacuna. A presente dissertação procura contribuir para colmatar este *gap*, para o mercado português. Nesta dissertação é abordado o impacto na tomada de decisão dos FI afiliados (isto é, qual o efeito das RA nas transações do FI do grupo bancário ao qual o analista pertence), bem como no mercado em geral, indagando se, efetivamente, as RA têm impacto nas cotações dos títulos visados.

O presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: no capítulo 2 é efetuada a Revisão de Literatura relacionada com a temática das RA, sendo que no capítulo 3 são apresentados os Dados e a Metodologia empregue nas duas questões consideradas, constando os Resultados no capítulo 4. Por último, no capítulo 5 encontram-se a Discussão e as Conclusões.

2. Revisão de Literatura

2.1. Enquadramento da atividade dos analistas

Segundo Barniv et al. (2009) e Womack (1996), os analistas reúnem informação específica da empresa, da indústria e da economia, como um todo, para gerar previsões de resultados. A esse nível, Hong & Kubik (2003) referem que entre as diversas tarefas desempenhadas pelos analistas, a mais importante passa precisamente por gerar previsões de resultados. Tais previsões são inseridas num modelo de avaliação que visa calcular o valor intrínseco da empresa. Posteriormente os analistas emitem recomendações com base na comparação de estimativas de tais modelos de avaliação com os preços atuais das ações. Quando os modelos indicam um valor intrínseco acima do preço atual, os analistas emitem recomendações de Compra. Por sua vez, se o valor intrínseco estiver abaixo do preço atual é emitida uma recomendação de Venda. Os investidores seguidamente contribuem para o ajustamento dos preços tendo por base a recomendação do analista. Segundo Xia & Qiang (2006) perante recomendações favoráveis (desfavoráveis) são mais comuns Compras (Vendas) do que Vendas (Compras).

Gleason et al. (2013) e Bradshaw (2004) alegam que, para a definição das recomendações, em grande parte dos casos os analistas baseiam-se em modelos simplistas em detrimento de avaliações mais sofisticadas. A utilização de heurísticas simples fornece um mecanismo frugal e rápido, visando a simplificação da complexa tarefa de avaliação de ações, embora por vezes resulte em erros severos e sistemáticos. Outros autores sustentam que o conteúdo das recomendações do analista depende das suas características e competências, como a sua experiência, reputação ou afiliação (Premti et al., 2017).

Num mercado perfeitamente eficiente os analistas não deveriam ter capacidade de acrescentar valor algum porque os preços já deveriam refletir toda e qualquer informação que os analistas pudessem ter (Barber et al., 2001; Jegadeesh & Kim, 2006). No entanto, se os analistas possuem capacidades únicas na recolha e análise de informação relevante e valiosa, então os mesmos podem agregar valor ao processo (Jegadeesh & Kim, 2006). Efetivamente, os departamentos de *research* das corretoras gastam elevadas somas de dinheiro em análise de ações, provavelmente porque acreditam que a sua utilização pode gerar retornos superiores (Barber et al., 2001).

Enquanto as corretoras de menor dimensão fornecem cobertura de apenas alguns setores de atividade, as maiores fornecem recomendações relativas a quase todos (Boní & Womack, 2006), realizando elevados investimentos em recolha, análise, publicação de relatórios e emissões de recomendações, que acabam por persuadir os investidores que determinadas ações são mais (ou menos) atrativas do que outras. O *research* das

corretoras baseia-se em fontes factuais de informações específicas das empresas, como relatórios anuais e apresentações periódicas de resultados, no entanto a mais-valia de tal abordagem remete para o princípio de que têm uma atitude de constante avaliação (Womack, 1996). Os gestores profissionais na área financeira confiam em diversas fontes de informação para sustentar as suas decisões de investimento, desempenhando as RA um papel determinante (Frey & Herbst, 2014; Hobbs & Singh, 2015). Num mundo extremamente competitivo, esta atividade com custos tão elevados pode ser compensada com eventuais taxas de subscrição destes relatórios, ou até de lucros de negociação e comissões de transação de títulos. Da mesma forma, os investidores estarão dispostos a pagar pelos serviços prestados pela corretora unicamente se tiverem expectativa de lucrar pelo menos o valor suficiente para suprir o que investem em tais serviços. A expectativa lógica do investidor é a de que ao seguir as RA de determinada corretora, venham a obter um retorno positivo (Womack, 1996). A tendência de seguir o sentido comum das recomendações é apontada, aliás, como uma das explicações para o “efeito manada” (“*herding behavior*”) dos investidores que se observa nos mercados bolsistas (Lin et al., 2011; Lonkani & Khanthavit, 2010).

É comumente aceite que analistas mais precisos emitem recomendações mais lucrativas (Ertimur et al., 2007), sendo que Hong & Kubik (2003) alegam que quanto mais precisos, maior a probabilidade de progredirem profissionalmente para corretoras de maior estatuto (o que objetivamente corresponderá a remuneração mais elevada). Os analistas que são reputados como especialistas financeiros (“*Estrelas*”), grande parte das vezes mais experientes, tendem a apresentar recomendações mais assertivas que os analistas menos experientes (Andersson, 2004). Com o intuito de gerar o maior valor possível resultante de comissões de negociação, os analistas tornam os seus relatórios disponíveis ao público (Mola & Guidolin, 2009), sendo inegável que procuram reconhecimento, tentando impressionar o mercado com as suas recomendações (Alves, 2007). Ainda assim, segundo Firth et al. (2013), a independência e objetividade dos analistas nos últimos anos tem vindo a ser colocada em causa, após vasto número de escândalos e fraudes ter sido revelado.

Nos EUA, por norma, cada FI tipicamente está associado a uma corretora que assegura serviços de negociação e que emprega analistas financeiros nos seus departamentos de *research* (Mola & Guidolin, 2009). Mahoney (2004) sublinha que o crescimento do interesse pelos FI tem sido extremamente acentuado. No final da II Guerra Mundial existiam 73 FI registados na *Comissão de Valores Mobiliários dos EUA* [*Securities and Exchange Commission (SEC)*], contemplando 1,2 biliões de dólares em ativos. No mesmo país, no final de 2002 mais de 8.000 FI movimentavam mais de 6 triliões de dólares em ativos. O mesmo autor alega que um FI pode ser considerado uma caixa negra que utiliza

estratégia própria para converter o capital do investidor em retorno, correspondendo a uma solução de baixo custo para um singelo investidor possuir uma participação numa carteira de títulos. Grande parte dos FI são criados e geridos por empresas de gestão de FI registradas enquanto Consultoras de Investimento nas respetivas Comissões de Mercados e Valores Mobiliários. A empresa de gestão pode ser uma subsidiária de um banco, uma corretora, uma companhia de seguros ou uma empresa especialista em serviços financeiros. Ainda assim, os gestores dos FI tendem a ser incapazes de obter retornos que superem os *benchmark* apropriados (Andersson, 2004).

2.1.1. Analistas *Buy-Side* vs Analistas *Sell-Side*

Segundo a SEC (EUA)¹, os analistas habitualmente integram uma das seguintes três categorias: *Sell-Side*, *Buy-Side* ou Independentes.

No mercado americano, muitos analistas *Sell-Side* trabalham para corretoras que providenciam serviços de banca de investimento para empresas cujos valores mobiliários os analistas cobrem. Por sua vez, os analistas *Buy-Side* trabalham para gestores institucionais de capital, como por exemplo FI, que transacionam ações. Aconselham os seus empregadores relativamente a que títulos comprar, manter ou vender, obtendo benefícios quando propõem transações vantajosas. Analistas Independentes não se encontram associados a empresas que subscrevem os valores mobiliários que cobrem, sendo os seus relatórios de pesquisa normalmente vendidos por assinatura.

As RA de analistas *Sell-Side* estão disponíveis para o público, enquanto a *research Buy-Side* visa o uso interno (Cheng et al., 2006; Frey & Herbst, 2014). Brown et al. (2014) sublinham que as maiores gestoras de investimentos têm capacidade para manter especialistas internos (analistas *Buy-Side*), enquanto grande parte das gestoras são demasiado pequenas para tal, tornando-se especialmente dependentes de analistas *Sell-Side*. Os mesmos autores sustentam que investidores institucionais utilizam informação gerada por analistas de ações, tanto internos (*Buy-Side*) como externos (*Sell-Side*).

Hong & Kubik (2003) sublinham que as corretoras pretendem analistas que sejam influentes entre o *Buy-Side*, idealmente com uma reputação construída com base no rigor das suas previsões. Apesar de haver autores que defendem que as recomendações de analistas *Sell-Side* têm valor de investimento (Brown et al., 2014; Cheng et al., 2006), ainda assim, regra geral, os FI confiam mais nos analistas *Buy-Side* (Cheng et al., 2006; Frey & Herbst, 2014). Frey & Herbst (2014), inclusive, referem que os analistas *Buy-Side* têm um efeito estatisticamente mais significativo no comportamento dos gestores de FI.

¹ Informação acedida a 27/06/2021 no endereço <https://www.sec.gov/tm/reportspubs/investor-publications/investorpubsanalystshhtml>

Estes autores referem que, uma vez que as suas recomendações se tornam públicas, os analistas *Sell-Side* são escrutinados pelos investidores, reguladores e académicos, enquanto os analistas *Buy-Side* sempre receberam muito menos atenção.

2.1.2. Tipo de Recomendações

Analistas de mercado de ações fornecem recomendações de Compra e Venda, utilizando para tal diversas plataformas, como jornais, programas televisivos e inúmeros portais online, sendo tais RA seguidas por um vasto leque de investidores (Chatterjee et al., 2020).

Pese embora o facto de existirem ligeiras diferenças de designação, de um modo geral as RA são classificadas nas seguintes cinco categorias: *Strong Buy* (forte recomendação de Compra); *Buy* (recomendação de Compra); *Hold* (que recomenda manter a posição, ou seja, não adquirir nem vender); *Sell* (recomendação de Venda); *Strong Sell* (forte recomendação de Venda) (Chatterjee et al., 2020; García Blandón & Argilés Bosch, 2009; Lin et al., 2011; Lonkani & Khanthavit, 2010; Walker & Hatfield, 1996).

Alves (2007), Barber et al. (2006), Jegadeesh & Kim (2006), Mola & Guidolin (2009) e Womack (1996) alegam que sempre foi evidente uma clara tendência de os analistas emitirem mais recomendações de Compra do que de Venda. Barber et al. (2006) especificam que a percentagem de recomendações de Compra aumentou substancialmente entre 1996 e 2000, chegando a superar as recomendações de Venda numa proporção de 35:1. A partir de meados de 2000 tal percentagem reduziu-se de forma sustentada, sendo que em 2003 a percentagem de recomendações de Compra superava as de Venda numa proporção inferior a 3:1. Materializando com um exemplo, nos EUA a percentagem de recomendações de Compra reduziu-se de 60 para 45, enquanto as recomendações de Venda subiram de 4% para 15%. Segundo Jegadeesh & Kim (2006), tal constatação é extensível a todos os países do G7².

Num estudo desenvolvido por Alves (2007), num total de 1262 RA, 55,2% da amostra correspondeu a recomendações de Compra, 30% correspondiam a *Hold* e 14,7% eram de Venda. Tal decréscimo pode ser atribuído à deterioração da economia e ao declínio do mercado de ações, mas também à implementação de rígidas regulamentações³ (Barber et al., 2006).

Em qualquer caso, são as alterações ao rating atribuído (*Upgrades e Downgrades*) nas RA muito mais robustas no poder preditivo do eventual retorno da ação do que propriamente o tipo de recomendação emitida (Jegadeesh et al., 2004).

² G7 é o grupo que representa os países mais industrializados do planeta, nomeadamente Alemanha, Canadá, EUA, França, Grã-Bretanha, Itália e Japão.

³ Ver ponto 2.1.4. Regulamentação (vantagens e desvantagens)

Correspondendo o *Strong Buy* ao nível de recomendação mais elevado, é expectável que uma revisão de RA para este nível, ou a partir deste nível, corresponda a um forte sinal para o mercado, o mesmo se verificando perante uma revisão para *Strong Sell*, tendo em conta a raridade de atribuição de tal rating (Firth et al., 2013; Jegadeesh & Kim, 2006; Mola & Guidolin, 2009).

2.1.3. Conflitos de interesses

Na definição de recomendações, os analistas consideram outros fatores para além do valor intrínseco estimado relativamente ao preço atual da ação (Barniv et al., 2009; Berglund et al., 2007; Jegadeesh et al., 2004). No final dos anos 90 identificaram-se grandes conflitos de interesses envolvendo analistas muito reputados, levantando preocupações acerca da imparcialidade dos analistas *Sell-Side* (Mola & Guidolin, 2009). Jegadeesh et al. (2004) referem que a maioria dos analistas *Sell-Side* trabalham para corretoras cuja área de negócio principal diz respeito à banca de investimento e à venda e transação de ações, sendo que o departamento de *research* habitualmente não gera receitas significativas. Daí, segundo os mesmos autores, os analistas *Sell-Side* terem significativos incentivos económicos para recomendar publicamente ações de empresas que possam vir a ser (ou sejam) clientes da área de banca de investimento ou que possam gerar ganhos através da transação dos seus títulos. Refira-se que o serviço de corretoria é, tradicionalmente, uma das três principais fontes de receita dos bancos de investimento (Michaely & Womack, 1999). Desse modo, ao contrário do que se verifica entre analistas *Buy-Side* (empregues pelos gestores de FI), é expectável que entre os analistas *Sell-Side* se verifiquem enviesamentos (de forma consciente ou inconsciente) nas suas recomendações (Jegadeesh et al., 2004; Jegadeesh & Kim, 2006; Mola & Guidolin, 2009). Desse modo, a pressão sentida pelos analistas é uma fonte de conflitos de interesses, podendo impedir o analista de servir o mercado enquanto intermediário financeiro objetivo (Firth et al., 2013).

Segundo Barniv et al. (2009), em detrimento de maximizar ganhos para investidores, os analistas podem estar a procurar atingir objetivos pessoais (como, por exemplo, a melhoria da sua remuneração, melhoria das relações com a administração das empresas ou angariação de negócios de banca de investimento rentáveis para a respetiva corretora). Assim, se as recomendações de ações são baseadas em incentivos que não apenas de identificação de ações com preço incorreto, então é expectável que a relação entre a recomendação de ações e a performance futura das ações seja pouco relevante (Barniv et al., 2009).

Vários autores sublinham que se verifica um claro enviesamento otimista em grande parte dos analistas, atribuindo esse fator à pressão que sofrem para valorizar determinadas

ações, em consequência da relação entre corretoras (empregadoras) e FI, o que afeta a objetividade e precisão das RA (Ertimur et al., 2007; Firth et al., 2013; Jegadeesh et al., 2004; Jegadeesh & Kim, 2006; Lim, 2001; Mola & Guidolin, 2009; Shen & Chih, 2009; Womack, 1996).

Na sequência de notícias negativas relativamente a empresas que façam parte das carteiras dos FI, os analistas da respetiva corretora têm menor propensão em emitir recomendações com rating *Downgraded* (Firth et al., 2013; Michaely & Womack, 1999; Mola & Guidolin, 2009), sendo que analistas com conflito de interesses tendem a emitir uma recomendação *Hold* grande parte das vezes em que pretenderiam recomendar Venda (Ertimur et al., 2007). Existem inclusivamente relatos de adoção de políticas internas que definem como boa prática comercial a não emissão de comentários controversos ou negativos em relação aos respetivos clientes (Michaely & Womack, 1999). Os analistas têm noção de que emitir recomendações negativas (i.e., com sentido de Venda) pode ter graves consequências para as suas perspetivas de carreira (Firth et al., 2013; Hong & Kubik, 2003). Um considerável número de reguladores e economistas argumentam que o progresso na carreira de um analista está pouco relacionado com a precisão das suas previsões (Hong & Kubik, 2003), pelo que é lícito afirmar que as recomendações emitidas por analistas afiliados não são as mais profficuas para o público investidor. Há uma teoria que defende a não intencionalidade de tal enviesamento, na medida em que os analistas podem genuinamente acreditar que as empresas associadas à sua corretora são efetivamente especiais (Michaely & Womack, 1999). Além disso, uma avaliação errada na base de uma recomendação de Venda tende a repercutir-se em maiores custos para a reputação de analistas do que se tal acontecer com uma recomendação de Compra (Womack, 1996). Hong & Kubik (2003) acrescem que os analistas que emitem previsões relativamente otimistas são mais propensos a experimentar mudanças de emprego, algo que se constata desde o final dos anos 90, em que a remuneração dos analistas se tornou menos sensível à precisão e mais ao otimismo manifestado pelo analista (Hong & Kubik, 2003).

Firth et al. (2013) concordam que as relações comerciais entre corretoras e FI de facto exercem significativo impacto no otimismo do analista. Se a ação fizer parte da carteira dos FI clientes da corretora, a recomendação do respetivo analista tende a ser mais otimista. Os autores vão mais longe e estimam que o otimismo tende a ser tanto maior quanto maior o peso das ações nas carteiras dos clientes (Firth et al., 2013; Mahoney, 2004; Mola & Guidolin, 2009). Caso um analista emita um relatório desfavorável, que consequentemente prejudique a performance da carteira de um cliente institucional, pode resultar que o cliente altere a sua corretora, pelo que os analistas estão sob pressão contínua para contribuírem para que se gerem comissões de corretagem (Firth et al., 2013;

Hong & Kubik, 2003; Mola & Guidolin, 2009). Analistas influentes entre investidores institucionais (como gestores de FI) conseguem gerar robustas comissões de negociação (*trading*) para as suas corretoras (Hong & Kubik, 2003).

Berglund et al. (2007), analisando o mercado finlandês, identificaram um conjunto de recomendações “suspeitas” e alertaram para o facto de nestas não se observar os clientes da corretora a negociar consistentemente no sentido da revisão da recomendação emitida. Em condições normais, os clientes da corretora deveriam vender em resposta a *Downgrades* e comprar na sequência de um *Upgrade*. No entanto, os resultados pareciam manifestar precisamente o oposto, levando os autores a conjecturar que os analistas poderiam estar a querer facilitar (promovendo a Compra ou Venda de ações) negócios de clientes onde faltava uma contraparte. Chan et al. (2003) argumentam que a perceção popular é a de que os incentivos para os analistas mudaram e em detrimento de emitirem recomendações imparciais, tornaram-se demasiadas vezes defensores e incentivadores das empresas que cobrem.

2.1.4. Regulamentação

A atividade dos analistas, bem como os respetivos conflitos de interesses, têm estado ao longo dos últimos anos sob cuidadoso escrutínio por parte dos decisores políticos e dos investigadores académicos (Alves, 2007; Barber et al., 2006; Barber et al., 2007; Barniv et al., 2009; Firth et al., 2013; Hong & Kubik, 2003; Jegadeesh & Kim, 2006). O comportamento dos analistas tem sido criticamente visado, sendo que várias medidas têm vindo a ser desenhadas para proteger os investidores que podem perder dinheiro como resultado de recomendações excessivamente otimistas, resultantes do já referido conflito de interesses (Barniv et al., 2009; Hong & Kubik, 2003).

Globalmente é coerente afirmar que as reformas regulamentares, como por exemplo o *Regulation Fair Disclosure (Reg FD)*, promulgado pela *SEC* no ano 2000, aparentam ter ajustado o comportamento dos analistas, no que ao tipo de recomendações emitidas diz respeito (Barniv et al., 2009). As regulamentações aplicadas tendem a promover práticas mais éticas, levando a que os analistas se sintam menos relutantes em emitir recomendações de Venda do que acontecia no passado, sendo factual que as recomendações de Venda se tornaram mais comuns no período pós-regulamentação (Jegadeesh & Kim, 2006).

A *Reg FD* proibiu empresas de divulgar seletivamente informações privilegiadas aos analistas, sendo que antes da *Reg FD* alguns analistas propositadamente enviesavam as suas previsões de ganhos para obter benefícios das administrações das empresas, sendo um deles o acesso a informação privilegiada. Com a *Reg FD*, ao ser eliminada tal

possibilidade, conseqüentemente desaparece uma das motivações para propositadamente fornecer previsões enviesadas, o que tenderá a repercutir-se num incremento da qualidade e da utilidade do trabalho (Barniv et al., 2009; Ertimur et al., 2007; Herrmann et al., 2008; Jegadeesh & Kim, 2006).

Mola & Guidolin (2009) sublinham ser importante referir que desde 2002 o otimismo tem vindo a diminuir, o mesmo acontecendo em relação à tendência verificada para atribuição de recomendações mais positivas a ações detidas por FI, por parte de analistas de algum modo afiliados aos mesmos. Os mesmos autores referem que muitas corretoras optaram por voluntariamente rever as suas práticas internas.

Agrawal & Chen (2007) e Shen & Chih (2009) alegam que em resposta ao potencial conflito de interesses respeitante a analistas empregues por bancos de investimento, a SEC no final de abril de 2003 anunciou um acordo histórico com grandes bancos de investimento, designado *Global Analyst Research Settlement*. Os mesmos autores referem que, desde então, as empresas de investimento tiveram que separar a atividade de corretagem (incluindo os departamentos de análise) da atividade de banca de investimento. Ainda assim, outros autores são menos entusiastas em relação ao efeito da *Reg FD* nas previsões de ganhos, alegando que no seguimento da *Reg FD* o rigor das previsões diminuiu e a dispersão das previsões aumentou, com a conseqüente perda de qualidade das mesmas (Agrawal et al., 2006; Bailey et al., 2003). Os críticos da *Reg FD* sugerem que a comunicação privada com os analistas correspondia a uma importante fonte de informação, pelo que ao ser restringida diminuiu a quantidade e qualidade da informação, gerando-se previsões de desempenho menos precisas e maiores choques de preço quando a performance é revelada (Bailey et al., 2003; Heflin et al., 2003; Premti et al., 2017).

Ainda que em Portugal a atividade de *research* tenha uma expressão muito mais insignificante que nos EUA, problemas idênticos foram identificados tendo-se iniciado também nesta altura o reforço do controlo através de recomendações e regulamentos (Santos, 2003). O elemento mais recente deste enquadramento é a DMIF II (Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros II).

2.2. Utilidade e Impacto das Recomendações de Analistas

Embora a reação do mercado de capitais a informação nova dependa do estado do mercado, da incerteza, ou do sentimento geral no momento em que a informação é disponibilizada (Corbet et al., 2015), o efeito das RA na rendibilidade das ações tem despertado um enorme interesse entre os investigadores ao longo das últimas décadas (García Blandón & Argilés Bosch, 2009). Num estudo que analisou o valor das RA nos

países que integram o G7, verificou-se que o preço das ações reage significativamente às revisões de RA em todos os países exceto Itália, detetando-se as maiores reações nos EUA (presumivelmente devido à maior capacidade dos analistas norte-americanos para identificação de ações mal avaliadas) (Jegadeesh & Kim, 2006). De um modo geral as RA, por si só, são consideradas valiosas (Brown et al., 2014), tendo-se verificado que as ações com as RA mais favoráveis tendem a manifestar performance significativamente superior às ações com RA menos favoráveis (Boni & Womack, 2006; Barber et al., 2001; Jegadeesh et al., 2004). De qualquer modo, o impacto no mercado das recomendações ocorre quando se dão alterações nas RA. Coerentemente, RA cujo rating tenha sido *Upgraded* resultam em Rendibilidade Anormal (AR – *Abnormal Return*) positiva, enquanto *Downgraded* remete para Rendibilidade Anormal negativa (Frey & Herbst, 2014; Jegadeesh et al., 2004; Souček & Wasserek, 2014; Womack, 1996; Xia & Qiang, 2006). A maior ou menor magnitude destes impactos, isto é, destas Rendibilidades Anormais, parece depender de múltiplos fatores. Apresentam-se de seguida estudos que identificaram que o impacto era maior em caso de *Downgrades* (em comparação com *Upgrades*) e no caso de alterações extremas, variando em geral a dimensão destes impactos com a reputação do analista, a dimensão da corretora a que pertence, a frequência com que se emitem os diferentes tipos de recomendação, a independência (percebida) dos analistas e até da nacionalidade do analista (no caso dos EUA). Por exemplo, as RA *Upgraded* para Compra emitidas por corretoras com menor percentagem de recomendações de Compra apresentam um desempenho significativamente superior quando comparado com o verificado perante *Upgrades* emitidos por corretoras com maior percentagem de recomendações de Compra (Barber et al., 2006). As RA envolvendo ratings *Upgraded* para *Strong Buy* produzem Rendibilidades Anormais a três dias (a contar do dia em que a recomendação é emitida) de 1,62%, sendo este retorno de 2,03% quando o analista trabalha numa grande corretora e 2,15% quando se trata de um analista considerado “*Estrela*” (Mola & Guidolin, 2009). As RA emitidas por grandes corretoras (quando comparadas com pequenas corretoras) apresentam maior impacto no mercado (Jegadeesh & Kim, 2006).

Entre os países do G7, à exceção dos EUA, RA com *Downgrades* transmitem mais informação que RA com *Upgrades* (Jegadeesh & Kim, 2006). A mais significativa reação do mercado diz respeito a alteração de Venda para Compra ou de Compra para Venda (Murg et al., 2014), sendo que alterações de RA para Venda são menos frequentes, mas simultaneamente mais preditivas do que alterações para RA de Compra (Womack, 1996). RA *Upgraded* para *Strong Buy* produzem o maior impacto no mercado (Barber et al., 2001), significativamente superior a reiterados *Strong Buy* (Barber et al., 2001; Souček & Wasserek, 2014). O efeito das RA é maior perante *Strong Buy* comparativamente com *Buy*, da mesma forma que é também mais evidente perante *Strong Sell* quando

comparado com *Sell*, sendo que ao contrário do que o termo poderia supor, a publicação de um *Hold* tem um efeito negativo na Rendibilidade da ação no dia da publicação (García Blandón & Argilés Bosch, 2009).

Firth et al. (2013) referem que RA favoráveis emitidas por um analista relativamente a uma dada ação que conste na carteira de um importante cliente da sua corretora produz retornos anormais significativamente positivos durante três dias. Segundo os mesmos autores, tal retorno é inferior ao verificado perante RA favoráveis emitidas por analistas independentes (não sujeitos à pressão do cliente). Tal constatação parece indicar que os investidores talvez reconheçam parcialmente (ou, pelo menos, ajustem a tomada de decisão) o enviesamento otimista das RA. Concretizando, por exemplo, a longo-prazo o retorno anormal a um ano estimado pelos autores é de 1,48% em detrimento de 3,33% verificados perante recomendações de analistas independentes. Por outro lado, RA negativas (*Hold / Sell / Strong Sell*) emitidas por analistas com algum tipo de ligação à ação estão associadas a retornos anormais mais negativos após tal emissão, quando comparada a variação produzida por RA emitidas por analistas independentes. Esta constatação revela o forte impacto que o pessimismo de um analista que apresente algum tipo de ligação à ação pode manifestar (Firth et al., 2013).

No que se refere à relevância da nacionalidade do analista, nos EUA verificam-se maiores reações de preço de ação resultantes de RA emitidas por analistas norte-americanos do que a ocorrida após recomendações emitidas por estrangeiros (Jegadeesh & Kim, 2006), havendo estudos que, em sentido contrário, indicam que a nacionalidade do analista não influencia a magnitude da Rendibilidade Anormal (Murg et al., 2014). De qualquer modo, Farooq (2008) sublinha que em determinados mercados (na circunstância, Indonésia, Malásia, Tailândia e Coreia do Sul) se verificou que os analistas locais apresentam uma vantagem informacional significativa nesses países (quando comparado com os estrangeiros).

O maior impacto das RA faz-se sentir no curto prazo, com maior significado no dia em que a recomendação é emitida e eventualmente nos dois dias seguintes. Alguns estudos detetam algum impacto no dia anterior à recomendação. A este respeito Jegadeesh & Kim (2006) alegam que os preços das ações reagem significativamente a revisões de RA no dia da RA e no dia seguinte, em todos os países do G7 (verificando-se as maiores variações nos EUA e no Japão – os dois maiores mercados do mundo) à exceção de Itália. Womack (1996) sublinha que, em média, numa janela de período de evento de 3 dias, os preços sobem 3% após RA de Compra e descem 4,7% após RA de Venda. Alves (2007) refere que habitualmente é no dia da divulgação da RA e no dia seguinte à divulgação da mesma que a Rendibilidade Anormal é mais significativa, o que também é sublinhado por Souček & Wasserek (2014), que também acrescentam que a reação é de maior magnitude perante

Downgrades do que perante *Upgrades*. García Blandón & Argilés Bosch (2009) verificaram que a Rendibilidade Anormal positiva (negativa) está associada a recomendações positivas (negativas ou neutras), no dia da publicação e no dia anterior, o que indicia o acesso a informação privilegiada antecipadamente por parte de alguns atores – algo também reportado por Alves (2007). Esta rápida incorporação de uma informação nova seria expectável. Chen et al. (2017) sustentam que num mercado eficiente a repetição de notícias não deve afetar o preço das ações, isto é, os preços devem definir-se a partir do conteúdo informativo resultante da primeira comunicação. Curiosamente, os mesmos autores alertam que há factos documentados que revelam que notícias repetitivas tendem a repercutir efeito. A título de exemplo, os preços das ações reagem quando a mesma notícia é disseminada a partir de diferentes meios de comunicação (como um jornal científico *vs* jornal de negócios), ou mesmo quando as notícias são reimpressas com diferente nível de proeminência num mesmo jornal.

Num trabalho circunscrito a Itália, verificou-se uma Rendibilidade Anormal Acumulada de 2,52% para *Upgrades* e de -2,63% para *Downgrades* no período compreendido entre o dia anterior ao evento e o dia que o sucede, sendo que nesses três dias a Rendibilidade Anormal obtida revelou sempre significado estatístico (Belcredi et al., 2003). No mercado turco estimou-se uma Rendibilidade Anormal positiva no período que precede e sucede a RA de Compra, principalmente no período que antecede o evento (Yazici & Muradoglu, 2002). Segundo Lidén (2004), no mercado sueco constatou-se que as RA produzem Rendibilidades Anormais no dia da publicação, no caso de RA de Compra, bem como nos dias que antecedem e precedem a sua divulgação, havendo uma reversão nas mesmas 20 dias após esse evento. A Rendibilidade Anormal Acumulada das RA de Compra passa de 1,13% no dia do evento, para 0,55% 20 dias após o mesmo. Tal indica que os preços das ações reagem bastante às RA de Compra, especialmente nos primeiros dias. Logicamente, neste mercado as RA de Venda geram Rendibilidades Anormais negativas. Relativamente ao mercado alemão, num estudo realizado entre 1995 e 2003, verificou-se que na sequência de RA de Compra (num total de 2860 recomendações) as ações apresentaram uma Rendibilidade Anormal Acumulada positiva, significativa, de 2,58% cinco dias após a recomendação de Compra ter sido emitida (Kerl & Walter, 2006). No trabalho desenvolvido por Alves (2007), em Portugal verificou-se que, tendo por base as RA veiculadas por intermediários financeiros nacionais, no dia do evento as RA de Compra e de Venda revelaram uma Rendibilidade Anormal, respetivamente, de 0,14% e -0,67%, ambas com significado estatístico a 5%. No dia seguinte à divulgação do evento as RA de Compra e de Venda provocam uma Rendibilidade Anormal de 0,19% e -0,41%, respetivamente (igualmente com significado estatístico a 5%). Quando comparado com as RA de analistas internacionais, é observada uma percentagem mais elevada de RA de

Compra por parte de analistas nacionais, o que eventualmente pode ser uma manifestação do fenômeno designado por *home bias* (Alves, 2007).

Ao contrário dos resultados que normalmente se obtêm, Erdogan et al. (2010), apresentaram um estudo que não sugere a existência de Rendibilidade Anormal significativa a curto nem a longo prazo após o período do evento considerado na sequência de RA. Nesse sentido, tais autores sustentam que apesar de no geral as RA falharem em superar a normal performance do mercado, existe forte evidência que as RA de algumas corretoras consistentemente superam a performance de mercado. Constatou-se, em determinados contextos (particularmente em cenários anteriores às regulamentações mais recentes), uma relação negativa entre RA e a performance futura da ação (Barniv et al., 2009).

Corbet et al. (2015) chamam a atenção para o impacto assimétrico das RA nos mercados em ascensão e em queda. É importante ressaltar que o período de crise financeira coincide com uma redução acentuada na capacidade explicativa e preditiva do modelo de comportamento do mercado. Nos mercados em queda as RA de Venda geralmente aumentariam a volatilidade, mas as RA de Compra perderiam influência.

A controvérsia existente em relação à objetividade dos analistas e respectivo debate acerca da utilidade das RA indica precisamente que o valor apresentado pelas RA está longe de ser consensual, havendo inclusive quem afirmasse que as RA são tão desonestas e carregadas de conflito de interesses que se tornaram inúteis (Jegadeesh & Kim, 2006). De qualquer modo, ressalve-se que a reputação externa dos analistas depende, pelo menos parcialmente, da qualidade das suas recomendações (Michaely & Womack, 1999). Em suma, é evidente que os analistas nos países desenvolvidos acrescentam modesto valor através das suas sugestões de recomendações (Jegadeesh & Kim, 2006; Womack, 1996), na medida que tais mercados são bastante eficientes e é improvável que os analistas possam rotineiramente identificar ações com preços não corretos (Jegadeesh & Kim, 2006). De qualquer modo, segundo Boni & Womack (2006), tal valor não deve ser negligenciável.

Registe-se também que os gestores de FI aumentam a sua participação em ações positivamente visadas (RA favorável), mas tal impacto é significativamente reduzido se a recomendação provier de analistas sujeitos a pressão por algum tipo de afinidade implícita (Firth et al., 2013). Do mesmo modo, gestores de FI tendem a negociar no mesmo sentido, adquirindo ações com *Upgrade* consensual de analistas *Sell-Side* e, ao invés, reduzindo o peso em carteira de ações visadas por *Downgrades*. Verifica-se também que a influência das RA na atitude de “efeito manada” (“*herding behavior*”) dos FI é mais forte perante *Downgraded* e entre gestores com grandes preocupações de carreira (Brown et al., 2014). Quanto mais o FI investe numa ação, maior o otimismo do analista afiliado (1% de

aumento de investimento na ação, resulta num acréscimo de probabilidade de 25% de um analista afiliado emitir RA *Strong Buy*) (Mola & Guidolin, 2009).

3. Dados e Metodologia

3.1. Dados

Na presente dissertação foram efetuados dois estudos independentes, mas complementares, explorando uma base de dados comum construída a partir de relatórios mensais de RA compiladas pelo Banco Carregosa⁴. A base de dados completa, desprovida de qualquer filtro (aplicados posteriormente de forma específica para os estudos I e II) contém 4453 RA (66 em 2013, 929 em 2014, 741 em 2015, 627 em 2016, 644 em 2017, 754 em 2018 e 692 em 2019), relativas a um total de 32 ações, emitidas por 280 analistas pertencentes a 60 instituições financeiras. Na figura 1 é apresentada uma página de compilação de Recomendações Banco Carregosa, eliminando os itens que não foram relevantes no âmbito da presente Dissertação (ver exemplo de página completa de Recomendações Banco Carregosa no Anexo I).



Descrição	Análise	Analista	Recomendação	Ponderação	Alteração	Data
 ALTRI	Caixa Banco de Investimento(ESN)	CARLOS JESUS	buy	Strong Buy	Maintained	08-05-2014
	BCP Investimento	ANTONIO SELADAS	reduce	Sell	Upgraded	11-04-2014
	EVA Dimensions	TIMOTHY STANISH	underweight	Strong Sell	Maintained	10-04-2014
	Espirito Santo Investment Bank Research	NUNO ESTACIO	neutral	Hold	Maintained	12-03-2014
	BPI	JOSE RITO	neutral	Hold	Maintained	07-03-2014
	Grupo Santander	PATRICIA LOPEZ DEL RIO	hold	Hold	Maintained	30-01-2014
 BANCO BPI	Caixa Banco de Investimento(ESN)	ANDRE RODRIGUES	hold	Hold	Maintained	16-06-2014
	BBVA	IGNACIO ULARGUI	underperform	Strong Sell	Maintained	13-06-2014
	Nomura	DARAGH QUINN	neutral	Hold	Maintained	12-06-2014
	BCP Investimento	VANDA MESQUITA	reduce	Sell	Downgraded	30-05-2014
	EVA Dimensions	NEIL FONSECA	underweight	Strong Sell	Upgraded	15-05-2014
	Macquarie	BENJIE CREELAN-SANDFORD	underperform	Strong Sell	Maintained	25-04-2014
 BANCO COM. PORTUGUES	BBVA	IGNACIO ULARGUI	outperform	Strong Buy	Maintained	13-06-2014
	AlphaValue	DAVID GRINSZTAJN	buy	Strong Buy	Upgraded	13-06-2014
	Nomura	JAIME HERNANDEZ	reduce	Sell	Maintained	12-06-2014
	BPI	CARLOS JOAQUIM PEIXOTO	buy	Strong Buy	Maintained	11-06-2014
	Caixa Banco de Investimento(ESN)	ANDRE RODRIGUES	accumulate	Buy	Maintained	06-06-2014
	Macquarie	BENJIE CREELAN-SANDFORD	underperform	Strong Sell	Maintained	28-05-2014
 BANCO ESPIRITO SANTO	Goldman Sachs	JEAN-FRANCOIS NEUEZ	Buy/Neutral	Strong Buy	Maintained	16-06-2014
	BBVA	IGNACIO ULARGUI	market perform	Hold	Maintained	13-06-2014
	Nomura	DARAGH QUINN	buy	Strong Buy	Maintained	12-06-2014
	AlphaValue	DAVID GRINSZTAJN	reduce	Sell	Maintained	12-06-2014
	EVA Dimensions	NEIL FONSECA	overweight	Strong Buy	Upgraded	12-06-2014
	Caixa Banco de Investimento(ESN)	ANDRE RODRIGUES	hold	Hold	Maintained	28-05-2014

Figura 1. Página de compilação de Recomendações Banco Carregosa.

O período temporal é compreendido entre dezembro de 2013 e dezembro de 2019. Nos relatórios mensais publicados pelo Banco Carregosa é indicado o item *Recomendação* (*accept the bid; accumulate; add; buy; buy/attractive; buy/neutral; equalweight; equalwt/attractive; equalwt/cautious; equalwt/in-line; fairly valued; hold; market*

⁴ Informação recolhida a 04/01/2020 no endereço <https://www.bancocarregosa.com/bancocarregosa/pt/repositorio/research/>

perform; neutral; neutral/attractive; neutral/cautious; no rating system; not rated; outperform; overweight; overwt/attractive; overwt/cautious; overwt/in-line; rating suspended; reduce; restricted; sector perform; sell; sell/attractive; sell/neutral; strong buy; suspended coverage; under review; underperform; underweight; underwt/in-line) emitida pelo analista e no item seguinte a respetiva *Ponderação* definida pelo Banco Carregosa, visando a normalização e uniformização das RA em cinco categorias, nomeadamente: *Strong Sell* (forte indicação de Venda), *Sell* (Venda), *Hold* (manter), *Buy* (Compra) e *Strong Buy* (forte indicação de Compra). Refira-se que o tipo de RA consideradas pelo Banco Carregosa corresponde precisamente às cinco classificações habitualmente utilizadas, tal como sublinhado por Chatterjee et al. (2020), García Blandón & Argilés Bosch (2009), Lin et al. (2011), Lonkani & Khanthavit (2010) e Walker & Hatfield (1996).

Do total de 4453 RA, tendo como critério o parâmetro *Ponderação* verificaram-se 571 *Strong Sell*, 142 *Sell*, 1434 *Hold*, 156 *Buy* e 2041 *Strong Buy*, existindo ainda 109 RA sem critério atribuído (ver figura 2).

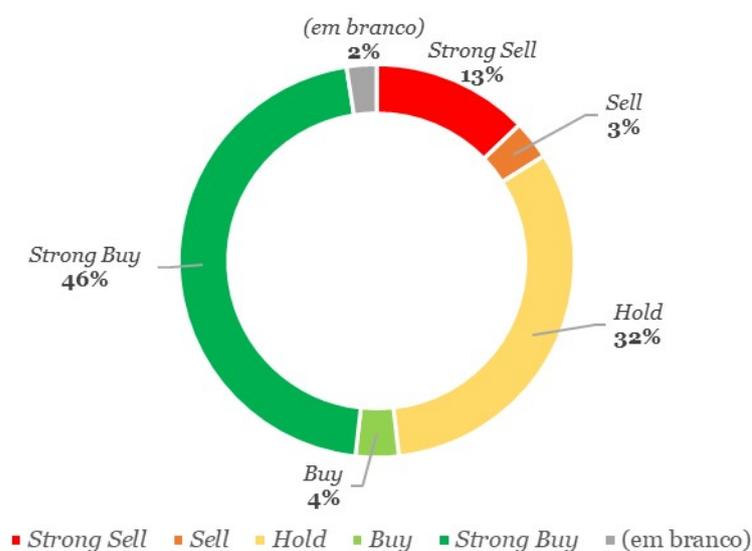


Figura 2. Desdobramento do tipo de recomendação (totalidade das RA).

Os restantes itens que se encontram na página de recomendações compilada pelo Banco Carregosa são os seguintes (figura 1): *Descrição* (nome da ação), *Análise* (entidade que emite a recomendação), *Analista* (nome do analista responsável pela recomendação), *Alteração*⁵ e *Data* (data em que a recomendação foi emitida).

⁵ *Alteração*: remete para sentido da recomendação, podendo catalogar-se como *New Rating* (novo rating), *Maintained* (caso se mantenha em relação à recomendação anterior), *Upgraded* (se corresponder a uma melhoria de recomendação, como, por exemplo, transitar de recomendação de Venda para recomendação de Compra) ou *Downgraded* (no sentido inverso, caso, por exemplo, se passe de uma recomendação de Compra para recomendação de Venda)

No primeiro estudo que se ensaiou para a presente dissertação (Estudo I - Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados), pretendeu-se avaliar o impacto que as RA têm nos Fundos de Investimento afiliados, testando a eventual coerência entre as recomendações de analistas vinculados a uma entidade bancária e a respetiva tomada de decisão do Fundo desse mesmo grupo bancário. As entidades bancárias analisadas foram o Banco Português de Investimento (BPI), Grupo Caixa (da Caixa Geral de Depósitos) e Grupo Santander. No Estudo II (Impacto das RA no mercado), por sua vez, o objetivo passou por aferir se as RA efetivamente têm valor, ou seja, se a emissão de uma RA com teor positivo (negativo) tende a repercutir-se numa Rendibilidade Anormal positiva (negativa).

Estes dois estudos pretendem assim testar as seguintes hipóteses:

H1: Os gestores dos FI seguem as recomendações de analistas que integram o seu grupo bancário;

H2: A emissão de uma recomendação tem impacto sobre a cotação da ação no curto prazo.

3.1.1. Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados (Estudo I)

No Estudo I, os critérios para a seleção do BPI, Grupo Caixa e Grupo Santander remetem para a existência de Fundos de Investimento de ações portuguesas ativos em tais grupos bancários, correspondendo às entidades bancárias com maior número de RA emitidas. No caso do BPI o Fundo estudado foi o *BPI PORTUGAL – Fundo de Investimento Aberto de Ações* (data de início de atividade a 03/01/1994)⁶, relativamente ao Grupo Caixa analisou-se o *CAIXA AÇÕES PORTUGAL ESPANHA – Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Ações* (data de início de atividade a 20/06/1996)⁶, sendo também explorado o *FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO SANTANDER AÇÕES PORTUGAL* (data de início de atividade a 12/07/1993)⁶, do Grupo Santander.

Apesar das parecenças, o nosso objetivo é diferente do de Mola e Guidolin (2009). Enquanto estes autores procuram analisar se as RA relativamente a um título são influenciadas pela existência e peso do título na carteira dos fundos de investimento afiliados, o nosso objetivo é avaliar se a composição futura da carteira reflete a recomendação do analista afiliado. Enquanto Mola e Guidolin (2009) procuram averiguar se existem enviesamentos nas recomendações provocados pela existência do título nas carteiras dos fundos, aqui procura-se saber se o gestor do fundo atribui valor à

⁶ Dados recolhidos a 14/04/2020 no endereço https://web3.cmvm.pt/sdi/fundos/carteiras/fim/carteiras_fim.cfm

recomendação do analista a ponto de alterar a sua carteira na direção da recomendação emitida.

Assim, para avaliar a coerência entre as recomendações emitidas por analistas afetos a determinada entidade bancária e as decisões (Compra/Venda) do respetivo FI, à base de dados inicial (completa) foi aplicado um filtro para selecionar as recomendações cuja *Ponderação* tenha sido catalogada como *Strong Sell*, *Sell*, *Buy* e *Strong Buy*, ou seja, eliminaram-se as recomendações *Hold* e em branco, porque efetivamente não representariam um estímulo para a alteração da composição da carteira dos Fundos. Para avaliar a coerência foi necessário analisar a composição discriminada das carteiras dos Fundos de Investimento. De acordo com o Regulamento 5/2013 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)⁷, a composição das carteiras dos Fundos de Investimento passou a ser publicada numa base trimestral, sendo disponibilizada um mês após o final do trimestre a que se refere. Tal informação é fornecida trimestralmente pela CMVM, nomeadamente no seu endereço online⁷. Tendo em conta que o pretendido passa por analisar a coerência nas decisões tomadas pelo Fundo, tratando-se de informação fornecida com regularidade trimestral, foi necessário eliminar recomendações discordantes (de sentido contrário) num mesmo trimestre (como, por exemplo, uma recomendação de Compra de uma dada ação, seguida de uma recomendação de Venda da mesma ação). Nas situações em que existia mais do que uma recomendação (ainda que no mesmo sentido) por ação, foi mantida apenas a última (mais recente) na base de dados. Assim, a base de dados do Estudo I contempla 472 recomendações, das quais 165 foram emitidas pelo BPI, 234 pelo Grupo Caixa e 73 são da autoria do Grupo Santander (tabela 1). A esmagadora maioria (79%) correspondeu a *Strong Buy*, tendo-se verificado 12% *Buy*, 5% *Sell* e 4% *Strong Sell* (ver figura 3). Neste total (472) foram recomendadas 25 ações, conforme apresentado na tabela 2.

	Nº de recomendações emitidas	Percentagem (%)
BPI	165	34,96%
Grupo Caixa	234	49,58%
Grupo Santander	73	15,46%
Total	472	100,00%

Tabela 1. Recomendações emitidas por entidade bancária.

⁷ Informação obtida a 19/04/2020 no endereço <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacao nacional/Regulamentos/Documents/RegulamentoCMVM%205%202013.pdf>

Ação	Nº de recomendações	Percentagem (%)
ALTRI	41	8,69%
BANCO BPI	3	0,64%
BANCO COM. PORTUGUES	23	4,87%
BANCO ESPÍRITO SANTO	1	0,21%
COFINA	2	0,42%
CORTICEIRA AMORIM	8	1,69%
CTT	37	7,84%
EDP	20	4,24%
EDP RENOVAVEIS	33	6,99%
GALP ENERGIA	14	2,97%
IBERSOL	9	1,91%
IMPRESA	19	4,03%
JERONIMO MARTINS	28	5,93%
MOTA ENGIL	32	6,78%
NAVIGATOR	18	3,81%
NOS SGPS	32	6,78%
NOVABASE	4	0,85%
PORTUCEL	12	2,54%
REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS	29	6,14%
SEMAPA	40	8,47%
SONAE	43	9,11%
SONAE CAPITAL	17	3,60%
SONAE COM	1	0,21%
TEIXEIRA DUARTE	3	0,64%
ZON OPTIMUS	3	0,64%
Total	472	100,00%

Tabela 2. Desdobramento de recomendações por ação.

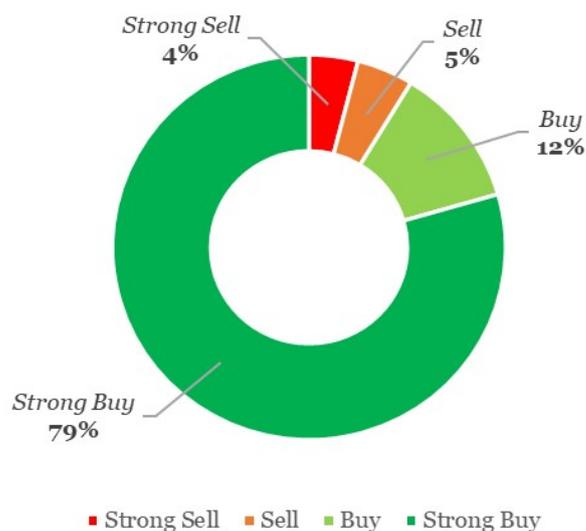


Figura 3. Desdobramento do tipo de RA da base de dados do Estudo I.

Nos documentos trimestrais difundidos pela CMVM com a composição discriminada das carteiras, para os três Fundos em questão analisou-se o peso relativo de cada ação recomendada, tendo como referência apenas a componente de ações que compunha tal FI à data. Esta opção pareceu-nos a mais razoável neutralizando as variações no peso das ações resultantes apenas da opção pelo Fundo em reduzir ou aumentar, de forma global, a sua exposição ao mercado de ações (em contrapartida, por exemplo, da componente de liquidez).

3.1.2. Impacto das RA no Mercado (Estudo II)

Para analisar o impacto das RA no Mercado, restringiu-se a base de dados às recomendações cujo item *Alteração* assumia o valor *Upgraded* e *Downgraded*. Tais parâmetros permitem filtrar as RA que efetivamente têm capacidade, a priori, de provocar uma reação no mercado. Uma recomendação com *Alteração* catalogada como *Upgraded* corresponde a uma melhoria de cenário da ação recomendada, como, por exemplo, passar de *Sell* a *Buy*. Perante *Downgrades* o contexto corresponderá precisamente ao oposto. Estas alterações podem consubstanciar nova informação para o mercado. Deste modo, a base de dados do Estudo II inclui 449 RA, das quais 227 (50,56%) correspondem a *Downgrade* e 222 (49,44%) a *Upgrade*. As 449 RA foram emitidas por 35 instituições, num total de 100 Analistas, sendo referentes a 27 títulos.

As cotações das ações para o período abordado (dezembro de 2013 a dezembro de 2019) foram obtidas online, a partir dos portais financeiros *Yahoo Finance*⁸ e *PT Investing*⁹. As cotações do índice PSI-20 (necessário para o cálculo das Rendibilidades Anormais) foram obtidas via *PT Investing*⁹. Optou-se pelo PSI-20 (*Portuguese Stock Index*) por, como sublinhado por Ferreira & Oliveira (2016), corresponder ao principal índice da Euronext Lisboa e ser o *benchmark* do mercado de capitais português, sendo formado, em princípio, pelas vinte maiores empresas portuguesas cotadas em bolsa (em março de 2021 contava com apenas dezoito empresas cotadas¹⁰).

⁸ Dados recolhidos a 15/04/2020 no endereço <https://finance.yahoo.com/>

⁹ Dados recolhidos a 15/04/2020 no endereço <https://pt.investing.com/>

¹⁰ Informação acedida a 18/04/2021 no endereço <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/psi-20-mantem-se-com-18-cotadas>

3.2. Metodologia

3.2.1. Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados (Estudo I)

Para determinação da coerência das decisões tomadas pelos FI é comparado o peso relativo de dada ação no final do trimestre anterior à data da recomendação com o peso relativo da mesma no final do trimestre em questão. Na figura 4 são esquematizados os momentos considerados para análise do peso relativo de cada ação na composição de um determinado Fundo.



Figura 4. Determinação do peso relativo de cada ação na composição de um FI.

Caso após uma recomendação de Compra (Venda) o peso relativo da ação, na composição da carteira discriminada do Fundo, tenha sido superior (inferior), considera-se que o comportamento foi coerente. A situação inversa é catalogada como incoerente. Identificam-se ainda duas situações intermédias de coerência, catalogadas como parcialmente coerente e parcialmente incoerente. Parcialmente coerente é atribuído perante recomendações de Venda de uma ação que até então não fazia parte da carteira do fundo, continuando a não fazer no término do trimestre (não há diminuição do peso porque efetivamente já era zero no início do trimestre, mas é valorizada como coerente a decisão de não investir na ação). Parcialmente incoerente, por sua vez, remete para recomendações de Compra de ação que não fazia parte da carteira e no final do trimestre continua a não fazer.

Para a análise estatística dos dados obtidos foi utilizado o software informático *Stata 13 – Software for Statistics and Data Science*. Os principais testes de robustez incidiram na análise de eventuais diferenças estatisticamente significativas da variação média entre recomendações de Venda (*Sell* e *Strong Sell*) e recomendações de Compra (*Buy* e *Strong*

Buy). Para tal foram aplicados o Teste T (paramétrico) e o Teste Z de Wilcoxon (não paramétrico).

3.2.2. Impacto das RA no Mercado (Estudo II)

Com o intuito de avaliar a performance dos analistas e se as suas recomendações efetivamente têm impacto no mercado, adotou-se a metodologia designada de Estudo de Eventos (*Event Studies*).

Segundo Serra (2002), o Estudo de Eventos começa com o levantamento de hipóteses sobre como um evento em particular (na circunstância, uma RA) afeta o valor da empresa. O mesmo autor alega que a avaliação da alteração do valor da empresa repercutir-se-á no retorno anormal da ação, quando comparado com o *benchmark* de referência (o qual deverá ser criteriosamente selecionado). Tal noção tem por base que a informação é prontamente imputada nos preços, pelo que o retorno anormal é a chave central do Estudo de Eventos. Alves (2007) refere que a janela do Evento pode compreender X dias (exemplo: 21 dias, desde o décimo dia anterior à RA até ao décimo dia posterior à RA).

No presente estudo a RA, que corresponde a um evento instantâneo, é catalogada como N, sendo analisado o período compreendido de N-5 (cinco dias antes da RA) a N+10 (dez dias após a RA). Assim, a janela do evento compreende 16 dias. Para tal avaliação, tornou-se imprescindível calcular a Rendibilidade Anormal Acumulada (*CAR - Cumulative Abnormal Return*).

Para determinação da Rendibilidade Anormal optou-se pela comparação com o PSI-20, o principal índice de referência do mercado de capitais português.

O primeiro passo, via fórmulas aplicadas no software *Microsoft Office Excel*, foi munir a tabela / base de dados (Estudo II) das cotações do dia N-5 ao dia N+10, de todas as ações em análise.

Seguidamente foi calculada a Rendibilidade (Logarítmica) de cada ação, aplicando a seguinte fórmula:

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

Em que i corresponde à ação e t ao dia considerado.

Seguiu-se o preenchimento da tabela / base de dados (Estudo II) com a cotação do PSI-20 em todos os períodos considerados (janela de 16 dias, compreendida entre N-5 a N+10 de todas as Recomendações de ações), igualmente através de fórmulas aplicadas no software *Microsoft Office Excel*.

Posto isto, calculou-se a Rendibilidade (Logarítmica) do PSI-20, aplicando a fórmula:

$$R_{PSI-20,t} = \ln \frac{P_{PSI-20,t}}{P_{PSI-20,t-1}}$$

O passo seguinte remeteu para o cálculo da Rendibilidade Anormal (AR), que corresponde à subtração da Rendibilidade (Logarítmica) da ação pela Rendibilidade (Logarítmica) do PSI-20, ou seja:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{PSI,t}$$

Finalmente, para o cálculo da Rendibilidade Anormal Acumulada (CAR) foi utilizado o software informático *Stata 13 – Software for Statistics and Data Science*, permitindo somar as Rendibilidades Anormais parciais para cada um dos dias considerados num dado intervalo, como ilustra o seguinte exemplo para o intervalo N-5 a N+5:

$$CAR_{i,T} = AR_{i,t-5} + AR_{i,t-4} + \dots + AR_{i,t+4} + AR_{i,t+5} = \sum_{t=t-5}^{t+5} AR_{i,t}$$

Para analisar a robustez dos resultados obtidos foram aplicados o Teste T (paramétrico) e o Teste Z de Wilcoxon (não paramétrico), tal como sugerido por Serra (2002).

4. Resultados

4.1. Impacto das RA na tomada de decisão dos Fundos de Investimento afiliados (Estudo I)

Analisando unicamente o tipo de RA relativamente a cada ano do período analisado, sem distinção de entidade bancária nem da eventual coerência de tomada de decisão, apresenta-se na tabela 3 o desdobramento verificado:

Ano	<i>Sell</i>	<i>Strong Sell</i>	<i>Buy</i>	<i>Strong Buy</i>	Total	% Recomendações de Compra (<i>Buy / Strong Buy</i>)
2013	0	0	3	13	16	100,00%
2014	4	3	15	68	90	92,22%
2015	4	5	9	63	81	88,89%
2016	3	1	8	67	79	94,94%
2017	4	5	6	50	65	86,15%
2018	3	2	9	51	65	92,31%
2019	4	3	6	63	76	90,79%
Total	22	19	56	375	472	91,31%

Tabela 3. Desdobramento do tipo de RA.

Verifica-se assim que 91,31% das RA corresponderam a recomendações de Compra (*Buy* ou *Strong Buy*), verificando-se que apesar de existirem algumas oscilações tal valor manteve-se ao longo dos anos sempre acima dos 86%.

Tal como apresentado na tabela 4, das 472 RA analisadas mais de metade (247, correspondentes a 52,33%) não resultaram em tomadas de decisão coerentes, por parte dos FI no decorrer do trimestre, tendo em conta o tipo de RA emitidas. Dos três Fundos analisados, o que revelou maior coerência (em número absoluto) com a RA do respetivo analista foi o BPI, contando com 53,94% de tomadas de decisão coerentes e 2,42% parcialmente coerentes. Ou seja, das 165 RA emitidas por analistas ligados ao BPI, 96 (correspondentes a 56,36%) resultaram em tomadas de decisão dos gestores do Fundo afiliado que se podem considerar congruentes com o sentido de investimento sugerido, no que ao peso relativo de dada ação diz respeito (comparando o final do trimestre anterior com o final do trimestre em que se verificou a RA). Nas duas outras entidades analisadas o valor é inferior (Grupo Caixa 42,73% e Grupo Santander 43,84%).

	I	PI	C	PC	Total
BPI	67 (40,61%)	5 (3,03%)	89 (53,94%)	4 (2,42%)	165
Grupo Caixa	80 (34,19%)	54 (23,08%)	96 (41,02%)	4 (1,71%)	234
Grupo Santander	39 (53,42%)	2 (2,74%)	32 (43,84%)	0 (0%)	73
Total	186	61	217	8	472
	247 (52,33%)		225 (47,67%)		

Tabela 4. Coerência da tomada de decisão do FI, em número absoluto e percentagem, por entidade bancária.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

Analisando por ano civil, no período abordado no presente estudo, verificou-se que 2014, 2017 e 2018 corresponderam aos anos em que houve maior percentagem de coerência na tomada de decisão dos Fundos de Investimento com o sentido das RA emitidas, constatando-se em tais anos civis valores percentuais acima de 50% (tabela 5). Ao invés, o ano de 2019 foi onde se verificou menor coerência (32,89%).

Ano	I	PI	C	PC	Total	% C e PC
2013	9	0	7	0	16	43,75%
2014	37	2	49	2	90	56,67%
2015	41	4	34	2	81	44,44%
2016	24	16	39	0	79	49,37%
2017	22	10	31	2	65	50,77%
2018	22	9	34	0	65	52,31%
2019	31	20	23	2	76	32,89%
Total	186	61	217	8	472	47,67%

Tabela 5. Coerência da tomada de decisão do FI (sem distinção de banco), por ano civil.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

A mesma análise mas distinguindo por Fundo de Investimento encontra-se representada nas tabelas 6 (Grupo Caixa), 7 (BPI) e 8 (Grupo Santander), sendo que os dados revelam uma maior coerência na tomada de decisão do FI do BPI, com uma percentagem de tomada de decisão 56,36% coerente e parcialmente coerente, tal como já aferido aquando da análise à tabela 4. No entanto, a análise detalhada à tabela 7 permite visualizar que em quatro anos civis (2014, 2015, 2016 e 2018) a percentagem foi igual ou superior a 60,00%, com a particularidade de em 2014 se ter aproximado de 70% (em rigor, 69,44%). No que ao FI associado ao Grupo Caixa diz respeito (tabela 6), só no primeiro intervalo considerado (2013) é que revelou percentagem de coerência superior a 50% (na circunstância 80,00%, correspondendo a um total de apenas cinco observações). Relativamente ao Grupo Santander (tabela 8), quatro dos sete intervalos considerados

remetem para percentagens de coerência superiores a 50%, embora a média global não atinja os 44%.

Ano	I	PI	C	PC	Total	% C e PC
2013	1	0	4	0	5	80,00%
2014	21	1	19	0	41	46,34%
2015	18	4	12	0	34	35,29%
2016	11	13	18	0	42	42,86%
2017	12	10	19	2	43	48,84%
2018	7	8	14	0	29	48,28%
2019	10	18	10	2	40	30,00%
Total	80	54	96	4	234	42,74%

Tabela 6. Coerência da tomada de decisão do FI Grupo Caixa, por ano civil.
(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

Ano	I	PI	C	PC	Total	% C e PC
2013	6	0	3	0	9	33,33%
2014	10	1	23	2	36	69,44%
2015	11	0	19	2	32	65,63%
2016	7	1	13	0	21	61,90%
2017	7	0	9	0	16	56,25%
2018	9	1	15	0	25	60,00%
2019	17	2	7	0	26	26,92%
Total	67	5	89	4	165	56,36%

Tabela 7. Coerência da tomada de decisão do FI BPI, por ano civil.
(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

Ano	I	PI	C	PC	Total	% C e PC
2013	2	0	0	0	2	0,00%
2014	6	0	7	0	13	53,85%
2015	12	0	3	0	15	20,00%
2016	6	2	8	0	16	50,00%
2017	3	0	3	0	6	50,00%
2018	6	0	5	0	11	45,45%
2019	4	0	6	0	10	60,00%
Total	39	2	32	0	73	43,84%

Tabela 8. Coerência da tomada de decisão do FI Grupo Santander, por ano civil.
(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

Os dados globais deste parâmetro (percentagem de tomada de decisão do FI coerente e parcialmente coerente) encontram-se graficamente representados na figura 5, sendo evidente o já referido destaque do Grupo BPI.

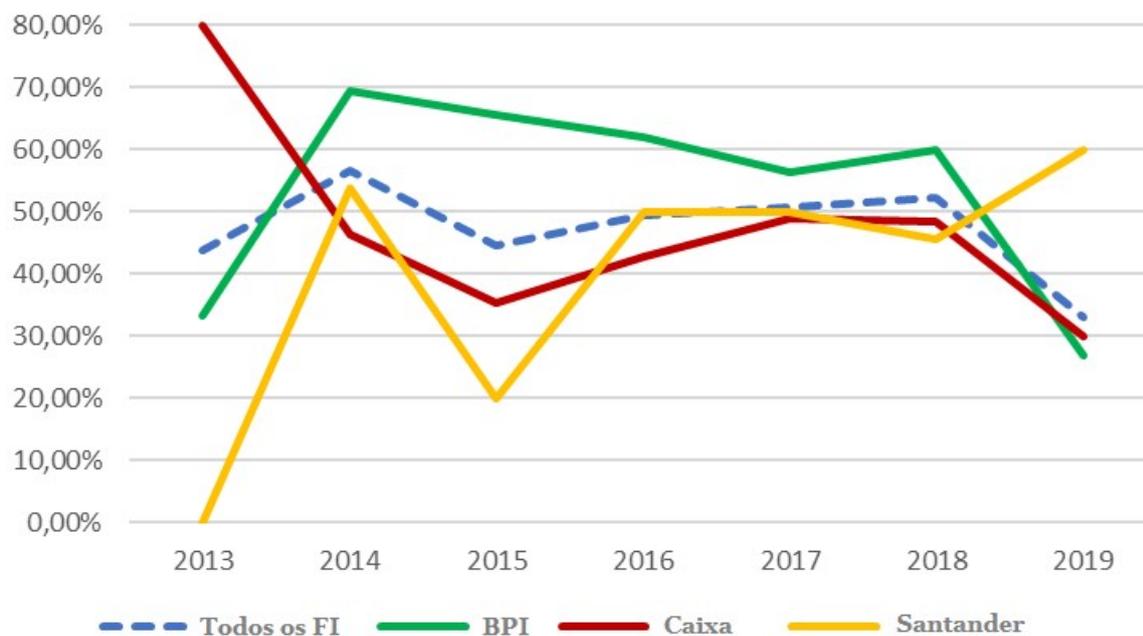


Figura 5. Valores médios anuais de percentagem de resposta coerente / parcialmente coerente do FI (Estudo I).

Para analisar uma eventual influência relevante de determinados analistas, foi calculada, para cada um, a percentagem de RA que se vieram a relevar coerentes (incluindo parcialmente coerentes) com a tomada de decisão do FI afiliado, estando os respetivos dados compilados na tabela 9.

Analista	Comportamento do FI					% C e PC	Banco
	I	PI	C	PC	Total		
André Rodrigues	15	0	12	0	27	44,44%	Caixa
Artur Amaro	18	8	27	3	56	53,57%	Caixa
Bosco Muguiri	7	2	6	0	15	40,00%	Santander
Bruno Almeida da Silva	3	0	1	0	4	25,00%	BPI
Bruno Bessa	9	0	7	0	16	43,75%	BPI
Bruno Silva	5	0	5	0	10	50,00%	BPI
Carlos Jesus	17	22	24	0	63	38,10%	Caixa
Carlos Joaquim Peixoto	2	0	5	0	7	71,43%	BPI
Fernando Cordero Barreira	4	0	5	0	9	55,56%	Santander
Filipe Martins Leite	6	0	13	0	19	68,42%	BPI
Flora Trindade	3	0	6	0	9	66,67%	BPI
Gonzalo Sanchez-Bordo	5	1	4	4	14	57,14%	BPI
Helena Barbosa	16	14	21	0	51	41,18%	Caixa
Jaime Escribano	3	0	3	0	6	50,00%	Santander
Jason Kenney	3	0	2	0	5	40,00%	Santander
Javier Echanove	0	0	3	0	3	100,00%	Santander
João Lampreia	1	0	0	0	1	0,00%	Caixa
João Safara Silva	10	0	6	0	16	37,50%	Santander
José Mota Freitas	13	7	12	1	33	39,39%	Caixa
José Rito	27	2	36	0	65	55,38%	BPI
Nuno Castro	0	3	0	0	3	0,00%	Caixa
Patricia Lopez Del Rio	2	0	0	0	2	0,00%	Santander
Pedro Oliveira	7	2	12	0	21	57,14%	BPI
Tim Attenborough	7	0	6	0	13	46,15%	Santander
Vicente Martin	3	0	1	0	4	25,00%	Santander
Total	186	61	217	8	472	47,67%	

Tabela 9. Coerência do comportamento do FI afiliado, por Analista.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

Verifica-se que entre os 25 Analistas, 9 revelaram-se mais influentes na tomada de decisão do Fundo a que estão associados, constatando-se que as suas RA resultaram em mais de 50% das vezes em decisões coerentes ou parcialmente coerentes. Importante registo a este nível é o facto de 6 dos 9 analistas em questão estarem afetos ao BPI, algo que também é congruente com os dados globais do banco BPI (maior percentagem de coerência do que Grupo Caixa e Grupo Santander).

Nas tabelas 10 (BPI), 11 (Grupo Caixa) e 12 (Grupo Santander) é apresentado de que modo variam, em média, os pesos relativos de ação perante cruzamento de dois critérios, nomeadamente comportamento do FI (coerência/incoerência) e de sentido de recomendação (*Downgraded / Maintained / Upgraded*). Como é natural, perante um *Downgrade*, havendo coerência com o sentido da recomendação o peso relativo apresenta

sempre valores negativos, enquanto em situações de *Upgrade* a coerência remete obviamente para valores positivos. Destaque também para os comparativamente expressivos 2,88% de variação média (positiva) do peso relativo da ação no FI associado ao Grupo Santander num contexto de uma RA que consistiu num *Upgrade*.

	I	C	Total
<i>Downgraded</i>	0,88%	-0,33%	-0,16%
<i>Maintained</i>	-1,46%	1,36%	0,14%
<i>Upgraded</i>	-1,36%	1,47%	-0,15%
Total	-1,41%	1,26%	0,10%

Tabela 10. Variação média de peso relativo de ação no FI BPI.
(I – Incoerente | C – Coerente)

	I	C	Total
<i>Downgraded</i>	-	-0,23%	-0,14%
<i>Maintained</i>	-1,66%	1,11%	-0,11%
<i>Upgraded</i>	-0,54%	0,35%	-0,11%
Total	-1,54%	1,02%	-0,11%

Tabela 11. Variação média de peso relativo de ação no FI Grupo Caixa.
(I – Incoerente | C – Coerente)

	I	C	Total
<i>Downgraded</i>	-	-0,28%	-0,28%
<i>Maintained</i>	-0,98%	0,81%	-0,27%
<i>Upgraded</i>	-0,46%	2,88%	1,84%
Total	-0,97%	0,96%	-0,09%

Tabela 12. Variação média de peso relativo de ação no FI Grupo Santander.
(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente)

As tabelas 13 (valores globais, sem distinção por FI), 14 (BPI), 15 (Grupo Caixa) e 16 (Grupo Santander) compilam a frequência absoluta com que se observou coerência por parte do FI e a variação média do peso relativo da ação no FI por tipo de recomendação. Seria expectável que perante situações de coerência (ou seja, tomada de decisão do FI a acompanhar o sentido da RA) a variação perante um *Strong Buy* fosse mais acentuada (positivamente) do que perante um *Buy*, o mesmo acontecendo (ainda que com componente negativa) perante um *Strong Sell* comparativamente a RA *Sell*. No entanto, analisando a tabela 13 constata-se que a nível global (sem distinção de FI) tal só se verifica muito ligeiramente perante recomendações de Compra, sendo que após RA *Buy* a variação média do peso da ação foi de 1,33% enquanto com *Strong Buy* ascendeu a 1,37%. Ao

contrário do expectável, perante RA *Sell* a variação (negativa) média do peso relativo foi de -0,82% enquanto com RA *Strong Sell* a variação média é basicamente a mesma cifrando-se em apenas -0,81%.

	I	PI	C	PC	Total
<i>Strong Sell</i>	5	0	12	2	19
	1,11%	-	-0,81%	0	-0,22%
<i>Sell</i>	3	0	13	6	22
	2,22%	-	-0,82%	0	-0,18%
<i>Buy</i>	16	11	29	0	56
	-1,71%	0	1,33%	-	0,20%
<i>Strong Buy</i>	162	50	163	0	375
	-1,49%	0	1,37%	-	-0,05%
Total	186	61	217	8	472
	-1,38%	0	1,11%	0	-0,03%

Tabela 13. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação sem distinção de FI.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

	I	PI	C	PC	Total
<i>Strong Sell</i>	2	0	6	0	8
	0,70%	-	-0,35%	-	-0,08%
<i>Sell</i>	1	0	5	4	10
	4,48%	-	-0,64%	0	0,13%
<i>Buy</i>	0	0	0	0	0
	-	-	-	-	-
<i>Strong Buy</i>	64	5	78	0	147
	-1,57%	0	1,50%	-	0,11%
Total	67	5	89	4	165
	-1,41%	0	1,26%	0	0,10%

Tabela 14. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação no FI BPI.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

	I	PI	C	PC	Total
<i>Strong Sell</i>	0	0	1	2	3
	-	-	-5,12%	0	-1,77%
<i>Sell</i>	2	0	8	2	12
	1,10%	-	-0,93%	0	-0,44%
<i>Buy</i>	16	11	29	0	56
	-1,71%	0	1,33%	-	0,20%
<i>Strong Buy</i>	62	43	58	0	163
	-1,59%	0	1,25%	-	-0,16%
Total	80	54	96	4	234
	-1,54%	0	1,02%	0	-0,11%

Tabela 15. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação no FI Grupo Caixa.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente | PC – Parcialmente coerente)

	I	PI	C	Total
<i>Strong Sell</i>	3	0	5	8
	1,38%	-	-0,50%	0,21%
<i>Sell</i>	0	0	0	0
	-	-	-	-
<i>Buy</i>	0	0	0	0
	-	-	-	-
<i>Strong Buy</i>	36	2	27	65
	-1,16%	0	1,23%	-0,13%
Total	39	2	32	73
	-0,97%	0	0,96%	-0,09%

Tabela 16. Frequência de casos de coerência/incoerência e variação média do peso relativo da ação no FI Grupo Santander.

(I – Incoerente | PI – Parcialmente incoerente | C – Coerente)

Particularizando, é interessante verificar que relativamente ao FI Grupo Caixa, em cenários de coerência (decisão do Fundo coincidente com RA), a resposta perante uma RA *Strong Sell* é bastante relevante (variação média do peso relativo de -5,12%), especialmente quando comparada com a tomada de decisão que acompanha uma RA *Sell* (-0,93%). Relativamente a RA de Compra tal já não se verifica, sendo que a variação média do peso relativo da ação na carteira do Fundo variou mais com RA *Buy* (1,33%) do que *Strong Buy* (1,25%).

Sem ter em conta se existiu coerência com a tomada de decisão do Fundo, na tabela 17 é apresentada a média de variação do peso relativo da ação (e número de observações) entre

trimestres, por tipo de recomendação. Tal como expectável, perante RA de Venda a média de variação do peso relativo é negativa (particularmente mais negativa no cenário de *Strong Sell*). No que concerne às RA de Compra, o *Buy* também se faz acompanhar de uma média de variação de peso com sinal positivo, como era esperado. No entanto, o cenário teoricamente atípico remete para as RA *Strong Buy*, que em média resultaram numa variação de peso relativo da ação, entre trimestres, de -0,05%, algo que se torna particularmente relevante na medida em que corresponde a um universo esmagador de 375 observações do total de 472.

Recomendação	Média de variação de peso relativo	Observações
<i>Strong Sell</i>	-0,22%	19
<i>Sell</i>	-0,18%	22
<i>Buy</i>	0,20%	56
<i>Strong Buy</i>	-0,05%	375
Total	-0,03%	472

Tabela 17. Variação média subsequente do peso relativo das ações no FI por tipo de recomendação.

Na tabela 18 são apresentados dados que descrevem como, em média, varia o peso relativo da ação na composição discriminada por FI. A esse respeito, verificam-se algumas exceções relativamente ao expectável, nomeadamente o facto de perante RA *Strong Sell* no Grupo Santander, em média, a variação de peso relativo ter sido positiva (em concreto, 0,21%), o mesmo acontecendo no BPI com RA *Sell* (0,13%), bem como variações negativas perante RA de Compra forte (*Strong Buy*), especificamente na Grupo Caixa (-0,16%) e no Grupo Santander (-0,13%).

	BPI	Grupo Caixa	Grupo Santander	Total
<i>Strong Sell</i>	8 -0,08%	3 -1,71%	8 0,21%	19 -0,22%
<i>Sell</i>	10 0,13%	12 -0,44%	0 -	22 -0,18%
<i>Buy</i>	0 -	56 0,20%	0 -	56 0,20%
<i>Strong Buy</i>	147 0,11%	163 -0,16%	65 -0,13%	375 -0,05%
Total	165 0,10%	234 -0,11%	73 -0,09%	472 -0,03%

Tabela 18. Número de observações e médias de variação de peso relativo (em percentagem).

Vários indicadores aparentam revelar alguma coerência em determinados parâmetros. No entanto, com o intuito de sintetizar a análise, agregaram-se as RA de Compra (*Buy e Strong Buy*), bem como as RA de Venda (*Sell juntamente com Strong Sell*), cujo desdobramento se encontra compilado na tabela 19.

Recomendação	FI		
	BPI	Grupo Caixa	Grupo Santander
<i>Sell / Strong Sell</i>	18 0,03%	15 -0,69%	8 0,21%
<i>Buy / Strong Buy</i>	147 0,11%	219 -0,07%	65 -0,13%

Tabela 19. Variação média do peso relativo das ações nos FI após RA *Sell / Strong Sell e Buy / Strong Buy*.

Para avaliar estatisticamente a robustez de tais dados, foram aplicados dois tipos de teste, nomeadamente o Teste T (paramétrico) e o Teste Z, de Wilcoxon (não paramétrico). Procurou-se, assim, concluir se há diferença estatística significativa entre a resposta a RA de Compra (*Buy / Strong Buy*) e a RA de Venda (*Sell / Strong Sell*). Os resultados encontram-se expressos na tabela 20.

	pValue Teste T	pValue Teste Z (Wilcoxon)
BPI	0,8212	0,3143
Grupo Caixa	0,2294	0,0653
Grupo Santander	0,4971	0,6589

Tabela 20. Teste à diferença entre as variações médias após recomendações *Buy / Strong Buy e Sell / Strong Sell*.

O que se constata na suprarreferida tabela é que, em ambos os testes e para cada um dos três FI associados às entidades bancárias em estudo, para um nível de significância de 0,05 ($\alpha = 0,05$) não é possível rejeitar a hipótese nula (a qual estabelece que a diferença entre *Sell / Strong Sell e Buy / Strong Buy* é zero, isto é, que não existem diferenças), uma vez que, em todos os cenários estudados, $pValue > \alpha$. Desse modo, é possível referir que não há evidência suficiente para concluir que perante RA de Compra a tomada de decisão do Fundo de Investimento tenda a ser diferente (de forma estatisticamente significativa a 5%) da que é adotada perante RA de Venda.

4.2. Impacto das RA no Mercado (Estudo II)

Na análise ao impacto das RA no Mercado, como já referido, selecionaram-se apenas as RA que correspondiam a *Downgrades* ou *Upgrades*. Neste capítulo identificaram-se 27 ações (ver tabela 21), com um total de 449 RA, sendo, que em média, 49,44% corresponderam a *Upgrades* e 50,56% a *Downgrades*, o que remete para um certo equilíbrio a este nível.

Ação	Downgraded	Upgraded	% Upgraded
ALTRI	19	20	51,28%
BPI	9	10	52,63%
BANCO COM. PORTUGUÊS	9	16	64,00%
BANCO ESPÍRITO SANTO	3	4	57,14%
COFINA	0	1	100,00%
CORTICEIRA AMORIM	6	4	40,00%
CTT	9	11	55,00%
EDP	14	11	44,00%
EDP RENOVÁVEIS	16	13	44,83%
GALP ENERGIA	16	14	46,67%
IBERSOL	7	7	50,00%
IMPRESA	4	3	42,86%
JERONIMO MARTINS	17	14	45,16%
MOTA ENGIL	11	8	42,11%
NAVIGATOR	6	8	57,14%
NOS SGPS	13	9	40,91%
NOVABASE	2	5	71,43%
PORTUCEL	10	7	41,18%
PORTUGAL TELECOM	3	3	50,00%
REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS	13	17	56,67%
SEMAPA	9	8	47,06%
SONAE	17	15	46,88%
SONAE CAPITAL	3	2	40,00%
SONAE INDUSTRIA	2	1	33,33%
SONAECOM	1	3	75,00%
TEIXEIRA DUARTE	6	4	40,00%
ZON OPTIMUS	2	4	66,67%
TOTAL	227	222	49,44%

Tabela 21. Frequência absoluta e relativa de RA que consubstanciaram *Downgrades* e *Upgrades* por ação.

Para avaliar o impacto das RA, tal como referido no ponto 3.2.2., é imprescindível calcular a Rendibilidade Anormal, tendo-se utilizado como referência para o seu cálculo a rendibilidade do PSI-20. Na tabela 22 é apresentada a Rendibilidade Anormal diária quando a RA consiste num *Upgrade*. O dia N corresponde ao dia em que a RA é emitida, correspondendo N-5 a cinco dias antes da RA e N+10 a dez dias após a RA. Verifica-se que

de N-5 a N-1, ou seja, nos cinco dias antes da RA ser emitida, a Rendibilidade Anormal média assumiu valores negativos, não significativos pelo que não existem indícios relativamente a eventual informação privilegiada facultada por canais privados. Por sua vez, o dia em que a RA é emitida (dia N) apresenta uma Rendibilidade Anormal, média, positiva de 0,3495%, algo que é acompanhado pelo dia seguinte (N+1), que apresenta Rendibilidade Anormal média de 0,2996%. Os dias N+3, N+4, N+5, N+7, N+8 e N+9 cursam igualmente com Rendibilidade Anormal média positiva, ao invés do que se verifica com N+2, N+6 e N+10 (Rendibilidade Anormal média negativa). Ainda assim, na análise de robustez dos resultados é importante destacar que apenas os valores de Rendibilidade Anormal média relativa aos dias N e N+1 apresentam significado estatístico a 5% no Teste T. No Teste Z, por sua vez, nenhum dos valores tem significado estatístico a 5%. De qualquer forma, faz sentido referir que do dia N ao dia N+10 nove dos onze dias (exceções para N+6 e N+9) apresentam Rendibilidades Anormais positivas em mais de 50% dos casos (no dia N+1, por exemplo, para 115 das 222 RA emitidas estimaram-se Rendibilidades Anormais positivas, correspondendo a 51,8%).

<i>Upgraded</i>					
Dia	Rend. Anormal	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)	Positivos	% Positivos
		p Value	p Value		
N-5	-0,2127%	0,0848	0,0724	104	46,8%
N-4	-0,0480%	0,6927	0,0973	100	45,0%
N-3	-0,0156%	0,8943	0,3446	102	45,9%
N-2	-0,0804%	0,5141	0,7153	107	48,2%
N-1	-0,1798%	0,3066	0,053	94	42,3%
N	0,3495%	0,0154*	0,0621	122	55,0%
N+1	0,2996%	0,0391*	0,1429	115	51,8%
N+2	-0,0787%	0,5892	0,9596	120	54,1%
N+3	0,0915%	0,351	0,1271	124	55,9%
N+4	0,1542%	0,1643	0,0624	123	55,4%
N+5	0,0359%	0,7371	0,6182	114	51,4%
N+6	-0,0410%	0,7186	0,39	103	46,4%
N+7	0,1820%	0,0914	0,0761	115	51,8%
N+8	0,1177%	0,2406	0,1529	123	55,4%
N+9	0,2113%	0,0796	0,1282	122	55,0%
N+10	-0,0928%	0,3631	0,1282	95	42,8%

Tabela 22. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após *Upgrade* pelos analistas.

* Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%.

Na tabela 23, por sua vez, é apresentada a Rendibilidade Anormal após *Downgrade* de ações pelos analistas. Consta-se que entre os cinco dias anteriores à RA apenas N-2

apresentou Rendibilidade Anormal negativa (sem significado estatístico a 5%), o que, tal como sucedera com os *Upgrades*, não permite supor a existência de eventual informação privilegiada. De N a N+10, num total de onze dias, seis apresentaram Rendibilidade Anormal média negativa, embora apenas no dia N+2 se observe um significado estatístico a 5% no Teste T, algo que não se verifica para nenhum dos dias de acordo com o Teste Z. Ainda assim, é pertinente referir que em oito dos onze dias que compreendem N a N+10 em mais de 50% dos casos as Rendibilidades Anormais são negativas (o que é congruente com a indicação de *Downgrade* pelos analistas).

Downgraded					
Dia	Rend. Anormal	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)	Negativos	% Negativos
		p Value	p Value		
N-5	0,0437%	0,6815	0,9356	120	52,9%
N-4	0,1246%	0,2808	0,9477	118	52,0%
N-3	0,1859%	0,1062	0,092	103	45,4%
N-2	-0,0608%	0,715	0,3421	103	45,4%
N-1	0,2541%	0,1507	0,065	106	46,7%
N	-0,2714%	0,0945	0,1561	117	51,5%
N+1	0,2355%	0,3754	0,0669	130	57,3%
N+2	-0,6068%	0,0361*	0,1558	119	52,4%
N+3	-0,0892%	0,4177	0,2379	119	52,4%
N+4	0,1404%	0,2485	0,1774	102	44,9%
N+5	0,0119%	0,9271	0,772	120	52,9%
N+6	-0,1994%	0,0659	0,121	115	50,7%
N+7	-0,1799%	0,0802	0,2073	119	52,4%
N+8	-0,0039%	0,9721	0,6294	102	44,9%
N+9	0,0633%	0,5704	0,7759	120	52,9%
N+10	0,0667%	0,4781	0,4748	113	49,8%

Tabela 23. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após *Downgrade* pelos analistas.

* Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%.

Na tabela 24 é apresentada a diferença entre os valores médios de RA com sentido *Upgrade* e RA com sentido *Downgrade*. Em suma, pretende-se analisar se efetivamente perante RA com sentido contrário o mercado reage de maneira distinta. O que se observa é que as diferenças existentes variam, em termos absolutos, entre 0,0139% e 0,6209% verificando-se que nos dias N e N+7 tais diferenças manifestam significado estatístico a 5% no Teste T e no Teste Z, constatando-se que nos dias N-1 e N+1 a diferença é também estatisticamente significativa a 5% mas desta feita apenas de acordo com o Teste Z.

Dia	<i>Upgraded-Downgraded</i>	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)
		p Value	p Value
N-5	-0,2564%	0,1152	0,2386
N-4	-0,1727%	0,3029	0,2407
N-3	-0,2015%	0,2198	0,0611
N-2	-0,0196%	0,9246	0,3567
N-1	-0,4338%	0,0817	0,0082*
N	0,6209%	0,0042*	0,0195*
N+1	0,0641%	0,8321	0,0174*
N+2	0,5281%	0,1024	0,2992
N+3	0,1806%	0,2201	0,0534
N+4	0,0139%	0,9328	0,6551
N+5	0,0239%	0,8871	0,5974
N+6	0,1584%	0,3124	0,7085
N+7	0,3618%	0,0151*	0,0344*
N+8	0,1216%	0,4158	0,5513
N+9	0,1481%	0,3662	0,2051
N+10	-0,1595%	0,2501	0,1062

Tabela 24. Diferença entre as Rendibilidades Anormais após *Upgrade* e *Downgrade*.

* Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%.

Com o intuito de avaliar se as RA emitidas por entidades nacionais teriam repercussões particularmente sensíveis no mercado, foi efetuado o mesmo trabalho estatístico, mas utilizando apenas tais RA. Na tabela 25 encontram-se os resultados perante *Upgrades*, sendo que desta feita a Rendibilidade Anormal média se apresenta com significado estatístico a 5% nos dias N+8 (Teste T e Teste Z) e N+9 (Teste Z). Ao considerarem-se apenas RA emitidas por entidades nacionais, o número de RA classificadas como *Upgraded* passa de 222 para 78, sendo que em sete dos onze dias (replicando a análise, de N a N+10) pelo menos 50% das RA terão provocado Rendibilidades Anormais positivas (inferior aos nove dos onze dias, verificados em *Upgraded* com todas as RA).

Upgraded - apenas RA nacionais					
		Teste T	Teste Z (Wilcoxon)		
Dia	Rend. Anormal	p Value	p Value	Positivos	% Positivos
N-5	-0,0629%	0,8225	0,9226	39	50,0%
N-4	-0,1286%	0,5249	0,0718	33	42,3%
N-3	0,0637%	0,7445	0,9821	43	55,1%
N-2	0,2053%	0,3246	0,5157	37	47,4%
N-1	0,2862%	0,2283	0,2349	41	52,6%
N	0,5309%	0,0963	0,1196	47	60,3%
N+1	0,5093%	0,0933	0,0809	47	60,3%
N+2	0,0781%	0,8039	0,4357	45	57,7%
N+3	0,0847%	0,6649	0,3156	44	56,4%
N+4	0,0591%	0,7787	0,3352	43	55,1%
N+5	-0,1665%	0,3697	0,2551	34	43,6%
N+6	-0,1545%	0,4736	0,3958	33	42,3%
N+7	0,0389%	0,8431	0,9821	38	48,7%
N+8	0,4577%	0,0094*	0,0081*	52	66,7%
N+9	0,2819%	0,0943	0,0275*	50	64,1%
N+10	0,0554%	0,7115	0,9226	34	43,6%

Tabela 25. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após Upgrade pelos analistas (instituições nacionais).

* Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%.

O mesmo critério (apenas RA emitidas por entidades nacionais) é aplicado no caso de *Downgrades*, na tabela 26. Verifica-se que nos dias N-2 e N-1 a Rendibilidade Anormal média foi negativa, mas sem significado estatístico a 5%. Aliás, em rigor é importante referir que em tal tabela não existe um único valor de Rendibilidade Anormal média que assuma significado estatístico a 5%, o que de algum modo fragiliza o *output* de tal análise. É também pertinente sublinhar que de N a N+10, registam-se apenas cinco em onze dias com Rendibilidade Anormal média negativa, ainda que em oito desses mesmo onze dias mais de 50% das Ações recomendadas apresentassem Rendibilidade Anormal negativa.

Downgraded - apenas RA nacionais					
		Teste T	Teste Z (Wilcoxon)		
Dia	Rend. Anormal	p Value	p Value	Negativos	% Negativos
N-5	0,0111%	0,9526	0,6903	38	52,8%
N-4	0,2418%	0,2895	0,3261	32	44,4%
N-3	0,3027%	0,1491	0,1477	32	44,4%
N-2	-0,0398%	0,8849	0,8973	33	45,8%
N-1	-0,1281%	0,7472	0,7747	39	54,2%
N	-0,1137%	0,7509	0,5557	35	48,6%
N+1	0,2510%	0,6553	0,3124	41	56,9%
N+2	-0,8318%	0,1872	0,1326	42	58,3%
N+3	-0,0886%	0,6063	0,217	42	58,3%
N+4	0,1798%	0,3385	0,8006	36	50,0%
N+5	0,0192%	0,9494	0,3458	40	55,6%
N+6	0,0186%	0,9218	0,9418	37	51,4%
N+7	-0,3442%	0,0743	0,1001	41	56,9%
N+8	0,1258%	0,4859	0,5824	35	48,6%
N+9	0,2465%	0,2082	0,3344	33	45,8%
N+10	-0,0307%	0,8303	0,792	37	51,4%

Tabela 26. Desdobramento da Rendibilidade Anormal de N-5 a N+10 após *Downgrade* pelos analistas (instituições nacionais).

* Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%.

Na tabela 27 é apresentada a diferença entre as Rendibilidades Anormais de *Upgrades* e *Downgrades* apenas contabilizando RA emitidas por entidades nacionais. Ao contrário do verificado com a consideração de todas as RA, apenas tendo por base RA nacionais não existe nenhum valor com significado estatístico a 5%.

Dia	<i>Upgraded-Downgraded</i> (apenas RA nacionais)	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)
		p Value	p Value
N-5	-0,0740%	0,8287	0,997
N-4	-0,3704%	0,2223	0,0752
N-3	-0,2390%	0,4017	0,239
N-2	0,2451%	0,4722	0,7012
N-1	0,4143%	0,3614	0,3849
N	0,6445%	0,1764	0,1286
N+1	0,2584%	0,6783	0,0642
N+2	0,9100%	0,1848	0,101
N+3	0,1733%	0,5078	0,1185
N+4	-0,1207%	0,6697	0,6544
N+5	-0,1857%	0,5938	0,979
N+6	-0,1730%	0,548	0,5103
N+7	0,3831%	0,1637	0,2375
N+8	0,3320%	0,1837	0,1141
N+9	0,0354%	0,8894	0,3062
N+10	0,0861%	0,6783	0,9101

Tabela 27. Diferença entre as Rendibilidades Anormais após *Upgrade* e *Downgrade* (instituições nacionais).

Por sua vez, a tabela 28 condensa a informação relativa à Rendibilidade Anormal Acumulada no caso de *Upgrades*, globalmente e considerando apenas RA emitidas por entidades nacionais (painel inferior). Verifica-se que em todos os cenários analisados a *CAR* (média) é positiva, sendo que sem filtro de nacionalidade tal valor tem significado estatístico a 5% nos intervalos de N a N+10 e de N a N+5, para os Testes T e Z. Tendo por base a análise unicamente de RA nacionais, de acordo com o Teste Z encontramos sempre valores estatisticamente significativos para um nível de significância de 5%, o mesmo se verificando para o Teste T nos intervalos N a N+10, N-5 a N+10 e N-1 a N+2. Na análise individual a cada *CAR*, verificou-se que em cada um dos intervalos considerados, mais de 52% das RA têm associada uma *CAR* positiva.

Upgraded - todas as RA					
Intervalo (Dias)	CAR (média)	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)	Positivos	% Positivos
		p Value	p Value		
N a N+10	1,2291%	0,0017*	0,0001*	135	60,8%
N-5 a N+10	0,6926%	0,1693	0,0685	123	55,4%
N a N+5	0,8519%	0,0033*	0,0019*	127	57,2%
N-1 a N+2	0,3906%	0,17	0,2094	116	52,3%
Upgraded - apenas RA nacionais					
Intervalo (Dias)	CAR (média)	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)	Positivos	% Positivos
		p Value	p Value		
N a N+10	1,7750%	0,0246*	0,0035*	46	59,0%
N-5 a N+10	2,1386%	0,0199*	0,0066*	46	59,0%
N a N+5	1,0955%	0,0653	0,0265*	47	60,3%
N-1 a N+2	1,4046%	0,0071*	0,0061*	50	64,1%

Tabela 28. CAR na sequência de Upgrades.

* Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%.

Quando as RA implicavam *Downgrades* (tabela 29), constata-se que embora, como esperado, a CAR média seja negativa para todos os cenários abordados, após testes de robustez T e Z, nenhum valor se revelou estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 5%.

Downgraded - todas as RA					
Intervalo (Dias)	CAR (média)	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)	Negativos	% Negativos
		p Value	p Value		
N a N+10	-0,8327%	0,0671	0,1172	115	50,7%
N-5 a N+10	-0,2853%	0,6339	0,6657	106	46,7%
N a N+5	-0,5796%	0,0925	0,1148	122	53,7%
N-1 a N+2	-0,3886%	0,2192	0,2725	117	51,5%
Downgraded - apenas RA nacionais					
Intervalo (Dias)	CAR (média)	Teste T	Teste Z (Wilcoxon)	Negativos	% Negativos
		p Value	p Value		
N a N+10	-0,5683%	0,533	0,257	36	50,0%
N-5 a N+10	-0,1807%	0,8809	0,8224	35	48,6%
N a N+5	-0,5842%	0,4291	0,1674	41	56,9%
N-1 a N+2	-0,8226%	0,2784	0,0771	43	59,7%

Tabela 29. CAR na sequência de Downgrades.

Na figura 6 encontra-se representada a Rendibilidade Anormal Acumulada de N-1 a N+10, permitindo uma análise diferenciada ao comportamento do mercado perante RA emitidas por instituições nacionais. Em suma, perante *Upgrades* a Rendibilidade Anormal Acumulada resultante de RA unicamente emitidas por instituições nacionais tende a assumir um valor superior, quando comparado com o resultado para todas as RA. Por sua vez, perante *Downgrades* a Rendibilidade Anormal Acumulada nas duas variáveis em análise (RA só de instituições nacionais vs todas as RA), em valor absoluto, tende a ser mais aproximada, verificando-se um aumento da diferença partir de N+7, sendo maior na circunstância de análise a todas as RA.

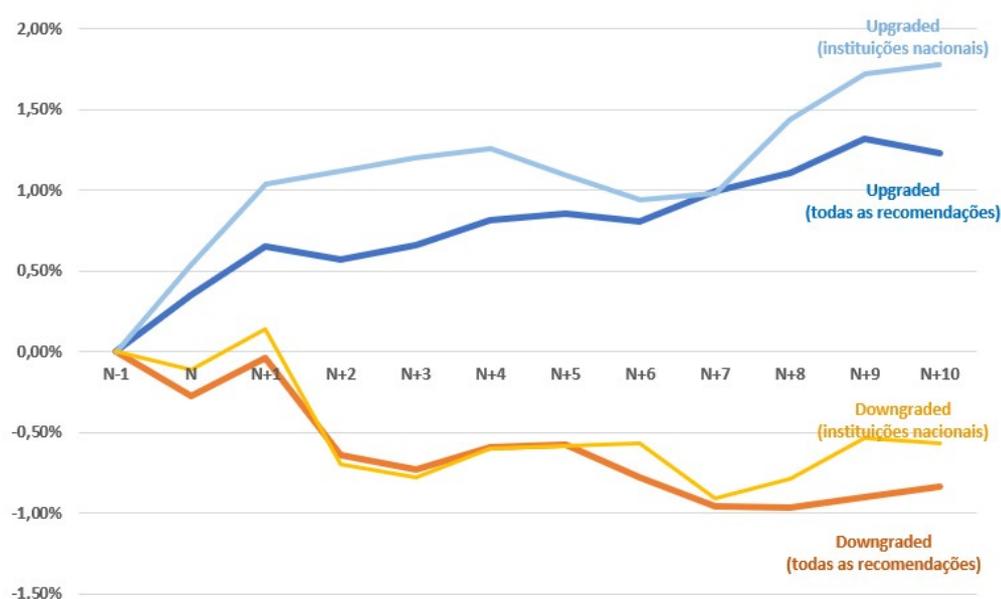


Figura 6. Rendibilidade Anormal Acumulada (N-1 a N+10).

5. Discussão e Conclusões

Como se fez referência na Revisão de Literatura, existe alguma bibliografia que analisa a influência dos FI sobre os analistas (e o respetivo enviesamento decorrente da pressão exercida pelos primeiros sobre os segundos). É rara a abordagem inversa, ou seja, o estudo da influência do analista sobre o FI.

Relativamente ao total de 4453 RA consideradas, no período compreendido entre dezembro de 2013 e dezembro de 2019, verificou-se que 50% corresponderam a recomendações de Compra (46% *Strong Buy* e 4% *Buy*) e apenas 16% a recomendações de Venda (13% *Strong Sell* e 3% *Sell*), o que é congruente com as constatações de Alves (2007), Barber et al. (2006), Jegadeesh & Kim (2006), Mola & Guidolin (2009) e Womack (1996), que destacam a clara evidência de os analistas tenderem a emitir mais recomendações de Compra do que de Venda (em grande parte devido aos conflitos de interesses verificados).

No Estudo I procurou-se saber se os gestores dos FI analisados (*BPI PORTUGAL – Fundo de Investimento Aberto de Ações*, *CAIXA AÇÕES PORTUGAL ESPANHA – Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Ações* e *FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ABERTO SANTANDER AÇÕES PORTUGAL*) atribuem valor às recomendações dos analistas pertencente ao mesmo grupo bancário, a ponto de alterarem as suas carteiras na direção da recomendação emitida. Os resultados permitem afirmar que, em termos percentuais, o FI BPI se revelou como o Fundo com resposta mais congruente com o sentido da recomendação do analista, com 56,36% de tomadas de decisão coerentes e parcialmente coerentes. Refira-se também que em quatro dos sete anos analisados, a percentagem de coerência no FI BPI foi igual ou superior a 60%. Naturalmente, foram também do BPI seis dos nove analistas com mais de 50% de recomendações a resultar em comportamento coerente do respetivo FI.

Em termos globais (sem distinção de FI), para cenários de coerência com o tipo de recomendação, a resposta perante *Strong Buy* foi efetivamente mais acentuada do que perante *Buy* (na circunstância, comparando a variação do peso relativo da ação no FI) o que vai ao encontro do alegado por García Blandón e Argilés Bosch (2009), não se verificando o mesmo na comparação entre resposta a *Sell* e *Strong Sell*, que deveria, por definição, ser mais expressiva perante forte recomendação de Venda. Por sua vez, na análise tendo unicamente em conta o tipo de recomendação (i.e., não considerando se a resposta do FI foi coerente ou não), nas recomendações de Venda a resposta a *Strong Sell* foi mais expressiva que a resposta a *Sell*, em contraciclo com o verificado nas recomendações de Compra, com a particularidade de perante *Strong Buy* a variação média ter sido inclusivamente negativa, ao contrário do esperado. Neste capítulo,

analisando especificamente o BPI (cujos dados inicialmente apresentados conduziam para uma percepção de maior coerência), destaque para o facto de a resposta à recomendação de *Sell*, em média, ter correspondido a uma variação média de 0,13% no peso relativo da ação no Fundo (inclusivamente superior à variação média perante *Strong Buy*, que se cifrou em 0,11%), o que também não é, de modo algum, congruente com o esperado. No que se refere ao Grupo Santander, os resultados são ainda mais surpreendentes (tendo em conta o expectável), na medida em que após recomendações de Venda o peso relativo da ação no FI, em média, subiu 0,21% enquanto perante recomendações de Compra reduziu, em média, 0,13%.

A existência do comumente reconhecido enviesamento otimista, repercutindo-se em reiteradas recomendações de Compra (na circunstância, com a base de dados filtrada para o Estudo I correspondiam a 91% do total), pode de alguma forma ser assimilado pelos gestores de FI, resfriando o ímpeto de seguir as mesmas. Aliás, nesse contexto Barniv et al. (2009) sublinham precisamente que se as recomendações são baseadas em incentivos que não apenas de identificação de preços incorretos, é expectável que a relação entre recomendação de ações e a performance futura das mesmas seja pouco relevante, o que também pode explicar a relutância dos gestores dos FI em seguirem liminarmente as recomendações emitidas pelos (seus) analistas. No entanto, no parâmetro mais relevante para avaliar a robustez dos resultados, para um nível de significância de 5%, não se verificou evidência suficiente que permita concluir que o FI tenda a reagir de forma diferente perante recomendações de Compra quando comparadas com recomendações de Venda (ambas emitidas por analistas afetos ao mesmo grupo bancário do FI). Assim, é rejeitada a hipótese H1, a qual tinha como premissa que os gestores do FI seguem as recomendações de analistas que integram o seu grupo bancário.

O Estudo II pretendeu testar a hipótese H2 (*a emissão de uma recomendação tem impacto sobre a cotação da ação no curto prazo*). Segundo Jegadeesh & Kim (2006), no G7 o preço das ações reage significativamente às revisões de RA em quase todos os países. Não integrando Portugal tal grupo, tornou-se particularmente interessante explorar de que modo reage o mercado perante diferentes estímulos. Em termos gerais, confirmou-se o referido por Frey & Herbst (2014), Jegadeesh et al. (2004), Souček & Wasserek (2014), Womack (1996) e Xia & Qiang (2006) no que ao sentido de resposta diz respeito: os *Upgrades* (*Downgrades*) geram Rendibilidades Anormais positivas (negativas). Perante RA *Upgraded* destaque para a Rendibilidade Anormal média positiva para os dias N (0,3495%) e N+1 (0,2996%) com significado estatístico a 5% no teste T. Tais resultados são congruentes com o apresentado por Alves (2007) e Souček & Wasserek (2014), que referem que é no dia da divulgação da RA que a Rendibilidade Anormal é mais expressiva (sendo os valores dos dias N e N+1 inclusivamente superiores aos 0,14% e 0,19%,

respetivamente, referidos pelo primeiro autor – que também destaca a relevância do dia seguinte à emissão da recomendação), não confirmando o resultado obtido por García Blandón & Argilés Bosch (2009), autores que incluíam também o dia anterior (o que poderia indiciar acesso privilegiado a informação privada). Ainda assim, não deverá ser descurado o facto de nove em onze dias (considerando o período compreendido entre os dias N a N+10) terem apresentado um número de RA com Rendibilidade Anormal positiva superior a 50%.

No que concerne a RA *Downgraded*, apenas no dia N+2 se verifica Rendibilidade Anormal média negativa (-0,6068%) com significado estatístico a 5% no teste T. Replicando a análise efetuada para *Upgraded* (de N a N+10), destaque para o facto de em oito dos onze dias pelo menos 50% das RA registarem Rendibilidade Anormais negativas. Ainda assim, tais resultados não são congruentes com o sublinhado por Jegadeesh & Kim (2006), Souček & Wasserek (2014) e Womack (1996) que sustentam que a reação é de maior magnitude perante *Downgrades* quando comparado com *Upgrades*.

A análise de robustez entre as diferenças nas Rendibilidades Anormais após *Upgrade* e *Downgrade* revelou significado estatístico a 5% de acordo com os testes T e Z nos dias N e N+7, bem como para o teste Z nos dias N-1 e N+1. O destaque recai efetivamente no dia N, cuja diferença se cifrou em 0,6209% e que tem “duplo” significado estatístico a 5% (T e Z), o que se reveste de particular interesse na medida em que corresponde precisamente ao dia em que a recomendação é emitida, permitindo conjecturar que o impacto produzido por tal evento espontâneo é uma realidade para o mercado português.

A análise da repercussão de *Upgrades* e *Downgrades* considerando apenas RA de instituições nacionais, no que à Rendibilidade Anormal diz respeito apenas revelou significado estatístico a 5% para RA *Upgraded* nos dias N+8 (teste T e teste Z) e N+9 (teste Z). A análise de robustez consubstanciada pelo teste de diferenças entre Rendibilidades Anormais após *Upgrade* e após *Downgrade* não resultou em significado estatístico a 5% para nenhum dos dias considerados, não se confirmando a existência de um impacto específico das RA de instituições nacionais. Não se replicam, neste contexto, os resultados de Jegadeesh & Kim (2006), que relativamente ao mercado dos EUA sinalizaram maiores reações de preço perante RA emitidas por analistas nacionais quando comparadas com as provenientes de analistas estrangeiros.

No que concerne à *CAR*, perante *Upgrades* em todos os intervalos considerados (N a N+10; N-5 a N+10; N a N+5; N-1 a N+2) estimou-se uma *CAR* média positiva, com significado estatístico (teste T e Z) nos intervalos N a N+10 e N a N+5. Tendo por base unicamente RA nacionais, os resultados são ainda mais expressivos com *CAR* média positiva sempre superior à verificada para a totalidade das RA, apresentando sempre significado estatístico a 5% (teste T e Z, exceto N a N+5 em que tal se verifica apenas no

teste Z). Os valores obtidos, ainda assim, ficam aquém do verificado por Belcredi et al. (2003), que para Itália reportaram uma *CAR* média de 2,52 % para *Upgrades* no período compreendido entre N-1 e N+1, bem como dos 2,58 % referidos por Kerl & Walter (2006) no mercado alemão no intervalo de N a N+5. Já no que concerne a *CAR* média perante *Downgrades*, foi efetivamente sempre negativa, independentemente de estar ou não aplicado o filtro de país. No entanto nenhum dos resultados obtidos apresentou significado estatístico a 5%. Comparando novamente com os resultados de Belcredi et al. (2003) em Itália (-2,63% de N-1 a N+1), os valores são efetivamente bastante menos expressivos.

Em suma, no que ao Estudo II diz respeito, verificou-se que as RA de *Upgrades* resultaram em maior impacto no mercado (evidente tanto na Rendibilidade Anormal como na *CAR*) do que as RA de *Downgrades*, ao contrário dos resultados normalmente obtidos. Ainda assim, existem diversos indicadores que efetivamente permitem inferir que as RA têm impacto sobre a cotação da ação no curto prazo (principalmente quando se verifica um *Upgrade*), pelo que a hipótese 2 é aceite como válida.

No que diz respeito a limitações do presente trabalho académico, relativamente ao Estudo I é importante destacar o hiato temporal entre fins de trimestre, que correspondem ao momento em que efetivamente são publicadas as composições discriminadas de carteira do FI. A existência de dados mensais seriam uma mais-valia, permitindo uma análise mais criteriosa, dado que o atual intervalo de três meses corresponde a um período de tempo considerável que limita a capacidade de observar a resposta do Fundo à recomendação do analista.

Bibliografia

- Agrawal, A., Chadha, S., & Chen, M. A. (2006). Who is afraid of reg FD? The behavior and performance of sell-side analysts following the SEC's fair disclosure rules. *Journal of Business*, 79(6), 2811–2834.
- Agrawal, A., & Chen, M. A. (2007). Analyst Conflicts and Research Quality. *Quarterly Journal of Finance*, 2(2).
- Alves, P. (2007). O Impacto das recomendações de investimento nas maiores empresas cotadas na Euronext Lisbon. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º28.
- Andersson, P. (2004). How well do financial experts perform? A review of empirical research on performance of analysts, day-traders, forecasters, fund managers, investors, and stockbrokers. *EFI report*, 9.
- Bailey, W., Li, H., Mao, C. X., & Zhong, R. (2003). Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses. *Journal of Finance*, 58(6), 2487–2514.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *Journal of Finance*, 56(2), 531–563.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2006). Buys, holds, and sells: The distribution of investment banks' stock ratings and the implications for the profitability of analysts' recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1–2), 87–117.
- Barber, B., Lehavy, R., & Trueman, B. (2007). Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 490–517.
- Barniv, R., Hope, O., Myring, M. J., & Thomas, W. B. (2009). Do Analysts Practice What They Preach and Should Investors Listen? Effects of Recent Regulations. *Accounting Review*, 84(4), 1015–1039.
- Belcredi, M., Bozzi, S., & Rigamonti, S. (2003). The Impact of Research Reports on Stock Prices in Italy. Available at SSRN 391680.
- Berglund, T. P., Farooq, O., & Westerholm, P. J. (2007). Do Analysts Revise Their Recommendations to Facilitate Trading? Available at SSRN 968139.
- Boni, L., & Womack, K. L. (2006). Analysts, industries, and price momentum. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 41(1), 85–109.
- Bradshaw, M. T. (2004). How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations?. *The Accounting Review*, 79(1), 25–50.

- Brown, N. C., Wei, K. D., & Wermers, R. (2014). Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices. *Management Science*, 60(1), 1–20.
- Chan, L. K. C., Karceski, J. J., & Lakonishok, J. (2003). Analysts' Conflict of Interest and Biases in Earnings Forecasts. *NBER Working Papers 9544*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Chatterjee, D., Kumar, S., & Chatterjee, P. (2020). Time to payoff: Efficacy of analyst recommendations in the Indian stock market. *IIMB Management Review*, 32(2), 153–165.
- Chen, J., Jung, M. J., & Ronen, J. (2017). The Confirmation Effect of Analyst Recommendation Reiterations. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 32(4), 576–592.
- Cheng, Y., Liu, M. H., & Qian, J. (2006). Buy-side analysts, sell-side analysts, and investment decisions of money managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 51–83.
- Corbet, S., Dowling, M., Cummins, M. (2015). Analyst recommendations and volatility in a rising, falling, and crisis equity market. *Finance Research Letters*, 15, 187–194.
- Erdogan, O., Palmon, D., Yezegel, A. (2010). Performance of Analyst Recommendations in the Istanbul Stock Exchange. *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, 3(3).
- Ertimur, Y., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2007). Measure for measure: The relation between forecast accuracy and recommendation profitability of analysts. *Journal of Accounting Research*, 45(3), 567–606.
- Farooq, O. (2008). Financial Crisis and Performance of Analysts' Recommendations - Evidence From Asian Emerging Markets. *Swedish School of Economics and Business Administration*.
- Ferreira, N. B., Oliveira, M. M. (2016). Portfolio efficiency analysis with SFA: the case of PSI-20 companies. *Applied Economics*, 48(1), 1–6.
- Firth, M., Lin, C., Liu, P., & Xuan, Y. (2013). The Client Is King: Do Mutual Fund Relationships Bias Analyst Recommendations? *Journal of Accounting Research*, 51(1), 165–200.
- Frey, S., & Herbst, P. (2014). The influence of buy-side analysts on mutual fund trading. *Journal of Banking and Finance*, 49, 442–458.
- García Blandón, J., Argilés Bosch, J. M. (2009). Short-Term Effects of Analysts Recommendations in Spanish Blue Chips Returns and Trading Volumes. *Estudios de Economía*, 36(1), 33–46.

- Gleason, C. A., Bruce Johnson, W., Li, H. (2013). Valuation model use and the price target performance of sell-side equity analysts. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 80–115.
- Heflin, F., Subramanyam, K. R., Zhang, Y. (2003). Regulation FD and the financial information environment: Early evidence. *Accounting Review*, 78(1), 1–37.
- Herrmann, D. R., Hope, O. K., Thomas, W. B. (2008). International diversification and forecast optimism: the effects of Reg FD. *Accounting Horizons*, 22(2), 179–197.
- Hobbs, J., Singh, V. (2015). A comparison of buy-side and sell-side analysts. *Review of Financial Economics*, 24:42–51.
- Hong, H., Kubik, J. D. (2003). Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts. *Journal of Finance*, 58(1), 313–351.
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D., Lee, C. M. C. (2004). Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *Journal of Finance*, 59(3), 1083–1124.
- Jegadeesh, N., & Kim, W. (2006). Value of analyst recommendations: International evidence. *Journal of Financial Markets*, 9, 274–309.
- Kerl, A. G., & Walter, A. (2006). Market responses to Buy Recommendations Issued by German Personal Finance Magazines: Effects of Information, Price-Pressure, and Company Characteristics. *Tuebingen, Germany: University of Tuebingen, Department of Banking*.
- Lidén, E. R. (2004). Swedish Stock Recommendations: Information Content or Price Pressure? *Multinational Finance Journal*, 11(3/4), 253-285.
- Lim, T. (2001). Rationality and analysts' forecast bias. *Journal of Finance*, 56(1), 369–385.
- Lin, W. Y., Chen, P. J., & Chen, S. S. (2011). Stock characteristics and herding in financial analyst recommendations. *Applied Financial Economics*, 21(5), 317–331.
- Lonkani, R., & Khanthavit, A. (2010). The Value of Analysts' Recommendations in the Thai Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 36(8), 96-120.
- Mahoney, P. (2004). Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 18(2), 161–182.
- Michaely, R., & Womack, K. L. (1999). Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *Review of Financial Studies*, 12(4), 653–686.
- Mola, S., & Guidolin, M. (2009). Affiliated mutual funds and analyst optimism. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 108–137.

- Murg, M., Pachler, M., & Zeitlberger, A. C. M. (2014). The impact of analyst recommendations on stock prices in Austria (2000–2014): evidence from a small and thinly traded market. *Central European Journal of Operations Research*, 24(3), 595–616.
- Premti, A., Garcia-Feijoo, L., & Madura, J. (2017). Information content of analyst recommendations in the banking industry. *International Review of Financial Analysis*, 49, 35–47.
- Santos, F. T. (2003). Os conflitos de interesse na análise financeira - A perspectiva do regulador. *II Encontro Nacional da Associação Portuguesa de Analistas Financeiros*, 4 de Outubro de 2003, Lisboa. *Universidade do Porto, Faculdade de Economia*.
- Serra, A. P. (2002). Event Study Tests: A brief survey (FEP Working Paper No. 117). *Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto*.
- Shen, C. H., & Chih, H. L. (2009). Conflicts of interest in the stock recommendations of investment banks and their determinants. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), 1149–1171.
- Souček, M., & Wasserek, T. (2014). *Impact of analyst recommendations on stock returns: Evidence from the German stock market* (Nº. 358). Discussion Paper.
- Walker, M. M., & Hatfield, G. B. (1996). Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for Individual Investors. *Financial Services Review*, 5(1), 13–29.
- Womack, K. L. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance*, 51(1), 137–167.
- Xia, C., & Qiang, C. (2006). Institutional holdings and analysts' stock recommendations. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21(4), 399–440.
- Yazici, B., & Muradoglu, G. (2002). Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits? *Multinational Finance Journal*, 6(1), 29–42.

Anexos

Anexo I: exemplo de página de Recomendações Banco Carregosa

											
Descrição	Consenso	Potencial	Análise	Analista	Recomendação	Pendência	Alteração	Preço Atual	Horizonte	Data	
	Buys (1) 14,29% Holds (4) 57,14% Sells (2) 28,57% Currency EUR Target Price 2,53	2,306	BCP Investimento EVA Dimensões Espírito Santo Investment Bank Research BPI Grupo Santander	CARLOS JESUS ANTONIO SELADAS TIMOTHY STAMISH NUNO ESTACIO JOSE RITO PATRICIA LOPEZ DEL RIO	buy reduce underweight neutral neutral hold	Strong Buy Sell Strong Sell Hold Hold Hold	Maintained Upgraded Maintained Maintained Maintained Maintained	2,80 € 2,25 € 2,70 € 3,10 € 2,24 €	12 month Not Provided Not Provided Not Provided Not Provided	08-05-2014 11-04-2014 10-04-2014 12-03-2014 07-05-2014 30-01-2014	
											Fecha:
											Potencial 9,5%
	Buys (1) 8,33% Holds (6) 50,00% Sells (5) 41,67% Currency EUR Target Price 1,54	1,664	Caixa Banco de Investimento(ESN) BBVA Nomura BCP Investimento EVA Dimensões Macquarie	ANDRE RODRIGUES IGNACIO ULARGUI DARAGH QUINN VANADA MESQUITA NEIL FONSECA BEVIE CREELAN-SANDFORD	hold underperform neutral reduce underweight underperform	Hold Strong Sell Hold Sell Strong Sell Strong Sell	Maintained Maintained Maintained Downgraded Upgraded Maintained	1,50 € 1,40 € 1,40 € 1,70 € 1,15 €	12 month Not Provided Not Provided Not Provided Not Provided	16-06-2014 13-06-2014 13-06-2014 30-05-2014 15-05-2014 25-04-2014	
											Fecha:
											Potencial -1,7%
	Buys (8) 50,00% Holds (4) 25,00% Sells (4) 25,00% Currency EUR Target Price 0,21	0,180	BBVA AlphaValue Nomura BPI Caixa Banco de Investimento(ESN) Macquarie	IGNACIO ULARGUI DAVID GRINNSTALIN JAI ME HERNANDEZ CARLOS JOAQUIM PEIXOTO ANDRE RODRIGUES BEVIE CREELAN-SANDFORD	outperform buy reduce buy accumulate underperform	Strong Buy Strong Buy Sell Strong Buy Buy Strong Sell	Maintained Upgraded Maintained Maintained Maintained Maintained	0,28 € 0,23 € 0,12 € 0,30 € 0,22 € 0,13 €	Not Provided 6 month Not Provided Not Provided 12 month 12 month	13-06-2014 13-06-2014 12-06-2014 11-06-2014 06-06-2014 28-05-2014	
											Fecha:
											Potencial 17,5%
	Buys (7) 41,18% Holds (8) 47,06% Sells (2) 11,76% Currency EUR Target Price 1,21	0,965	Goldman Sachs BBVA Nomura AlphaValue EVA Dimensões Caixa Banco de Investimento(ESN)	JEAN-FRANCOIS NEUEZ IGNACIO ULARGUI DARAGH QUINN DAVID GRINNSTALIN NEIL FONSECA ANDRE RODRIGUES	Buy/Neutral market perform buy reduce overweight hold	Strong Buy Hold Strong Buy Sell Strong Buy Hold	Maintained Maintained Maintained Maintained Upgraded Maintained	1,35 € 1,18 € 1,10 € 1,05 € 1,17 €	12 month Not Provided Not Provided 6 month Not Provided 12 month	16-06-2014 13-06-2014 12-06-2014 12-06-2014 12-06-2014 28-05-2014	
											Fecha:
											Potencial 25,7%